

复盘商誉减值：当下和未来

——创业板的“达摩克利斯之剑”

11月16日，证监会发布了《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，意在加强对商誉问题的风险监管。

自17年大规模爆发后，商誉减值就自然成了悬在创业板头上的“达摩克利斯之剑”。

针对商誉问题，本文试图通过详细的创业板外延并购数据，解决以下几个问题：

- 1、证监会提示“商誉减值”风险的最新文件有哪些细节值得重点关注？
- 2、商誉规模和分布情况如何？
- 3、商誉减值计提的主要原因和节奏变化？
- 4、商誉减值对过去几年创业板和创业板指的业绩影响有多大？
- 5、商誉减值未来究竟还有多大压力？
- 6、商誉减值对18、19年创业板和创业板指盈利影响的压力测试？

（关于更多创业板业绩的详细拆解和测算，可以参考我们此前的报告《创业板内生增长靠什么？——内生、外延最全面拆分》）

1、证监会提示“商誉减值”风险的最新文件有哪些细节值得重点关注？

本次《会计监管风险提示第8号——商誉减值》主要涉及商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计和与商誉减值事项相关的评估三方面内容。

我们认为新规中有几个细则值得重点关注。

第一，要求定期或及时进行商誉减值测试，至少每年年度终了进行减值测试，且不得以业绩承诺期间、业绩承诺补偿为由不进行测试。

从之前的案例来看，企业对于商誉计提有一定操作空间，或者说随意性比较强。比如可能在不达预期的第一个会计年度计提，也可能在连续两年不达预期时才计提；又或者，由于业绩承诺期内包含了业绩对赌的协议，在此情况下，即便业绩承诺不达预期，计提商誉减值的可能性也比较小。

从过去的情况来看，总体上大部分公司的业绩承诺都能较好完成，但业绩承诺一旦结束，被收购标的业绩普遍要下滑30%以上。所以较大规模的商誉减值更可能集中在业绩承诺结束的第一年爆发。比如2017年就是业绩承诺结束数目最多的一年，因此商誉减值爆发的也最多。（2018及以后的情况可以详见后文数据分析）

因此新规要求或使得对并购标的计提商誉减值更加规范化，防止将风险全部集中到业绩承诺期结束以后集中爆发。

第二，要求上市公司在年度报告、半年度报告、季度报告等财务报告中披露与商誉减值相关的所有重要、关键信息。过去上市公司商誉减值主要在年报披露，半年报也会有部分公司计提商誉减值，季报比较少见。由于商誉减值准备直接影响当期净利润，因此容易导致17年的情况，即前三个季度业绩还算平稳，但到了年报出现断崖式下跌。新规虽然没有要求必须在季报、半年报进行减值测试，但要求披露商誉减值的关键信息一定程度上有助于投资者做判断（比如存在并购标的在年中出现重大变化，披露这层信息可以增加预测的准确性）。

第三，对于减值测试的方法、过程和会计处理做了详细的规定，将减少上市公司主观操作的空间。新规用了较大篇幅对这方面做出解释，我们认为更为详尽的细则有助于规范化外延并购和商誉减值计提相关操作，减少意外“爆雷”的情况。

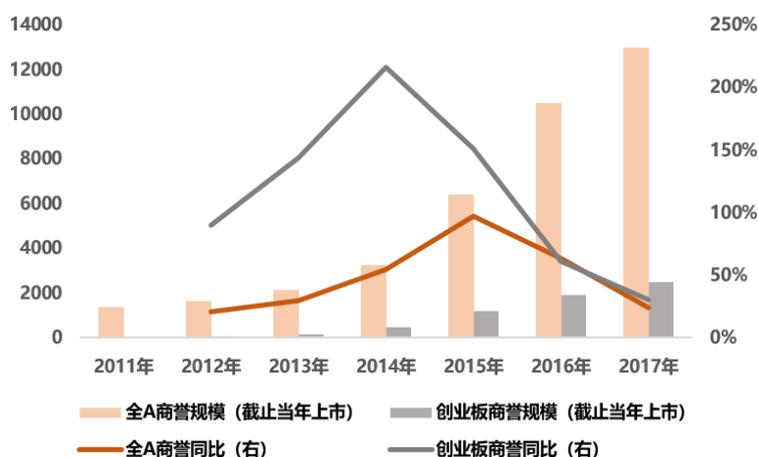
我们将新规主要内容罗列如下：

监管对象	监管内容	监管注意事项
公司	定期或及时进行商誉减值测试，并重点关注特定减值迹象	不论其是否存在减值迹象，都应当 至少在每年年度终了进行减值测试 。
		结合可获取的内部与外部信息， 合理且及时的判断并识别商誉减值迹象 。
		不得以业绩补偿承诺为由 ，不进行商誉减值测试。
	合理将商誉分摊至资产组或资产组组合进行减值测试	在认定资产组或资产组组合时需要 充分考虑资产组产生现金流入的独立性 。
		在确认商誉所在资产组或资产组组合时， 不应包括与商誉无关的不应纳入资产组的单独资产及负债 。
		应将商誉账面价值按各资产组或资产组组合的公允价值所占比例进行分摊。因重组等原因，影响到已分摊商誉所在的资产组或资产组组合构成的，应将商誉账面价值 重新分摊并充分披露相关理由及依据 。
	商誉减值测试过程和会计处理	不应 随意扩大或缩小 商誉所在资产组或资产组组合。
		不得忽略或错误地实施减值测试程序。
		采用公允价值减去处置费用后的净额估计可收回金额时，公司 应当选用交易案例或估值技术确定商誉所在资产组或资产组组合的公允价值 。
	商誉减值的信息披露	采用预计未来现金流量净流量的现值估计可收回金额时，公司应 正确运用现金流量折现模型 。
		利用资产评估机构的工作辅助开展商誉减值测试时，公司应聘请具有证券期货相关业务资格的资产评估机构，明确约定该工作用于商誉减值测试。
		司应在财务报告（包括年度报告、半年度报告、季度报告）中披露与商誉减值相关且便于理解和使用财务报告的所有重要、关键信息。
资产评估机构	与商誉减值事项相关的评估	在披露商誉减值金额的同时，详细披露商誉减值测试的过程与方法。
		充分披露业绩承诺的完成情况及其对商誉减值测试的影响。
		应在与委托人充分沟通的基础上，明确将用于商誉减值测试目的的评估事项约定为以财务报告为目的的评估，同时明确评估基准日、评估对象、评估范围、价值类型等重要要素。
		应按约定的评估目的、评估基准日、评估对象、评估范围、价值类型等要素开展评估工作， 不得随意变更关键评估要素 。
		应对商誉所在资产组或资产组组合进行现场调查，并对收集的资料进行必要的核查验证，合理利用观察、询问、访谈、核对、函证、监盘、勘查、书面审查、实地调查等手段。
		充分分析不同评估方法的适用性， 恰当选择与商誉减值测试相适应的评估方法 。
会计师事务所	商誉减值事项的审计	应结合所获取的外部环境信息、内部经营信息，着重考虑已出现的商誉减值迹象， 合理选取评估模型与参数 。
		应在评估报告或评估说明中充分披露与商誉减值测试相关的评估要素、关键参数及其他对评估结论有重要影响的信息。
		在识别和评估重大错报风险时 ，充分关注并评估商誉账面金额及其减值风险的重要程度及不确定性程度。
		应根据风险评估结果制定必要、可行、有针对性的进一步审计程序，且确保所制定的审计程序得以有效落实。
		在实施进一步审计程序，尤其是进行细节测试时，充分关注并复核公司在商誉减值测试过程中所作的 各项职业判断的合理性与恰当性 。
		在利用专家工作时 ，应与专家保持必要的沟通，充分关注专家的独立性和专业胜任能力，并对专家工作过程及其所作的重要职业判断进行复核。
当商誉归属于集团的一个组成部分，且商誉减值事项的审计由组成部分会计师事务所实施时， 应与组成部分会计师事务所保持充分、必要的沟通 ，充分关注并评价组成部分审计工作的恰当性和审计证据的充分性与适当性。		
在形成审计报告时，应结合商誉减值事项的金额及执业中所作职业判断的重要程度，合理确定该事项 是否构成关键审计事项 。		
应安排具有经验和专业胜任能力的项目质量控制复核人员，严格履行质量控制复核制度，对涉及商誉减值的有关事项进行充分复核。		
应恰当评价公司财务报告是否按《企业会计准则》和相关信息披露编报规则充分披露与商誉减值相关的所有重要信息。		

2、A股商誉规模：借力外延并购

时间轴上看，A股商誉规模13年起提速，14-15年进入快速增长时期。**创业板的商誉规模变迁略滞后于全A，在15年达到增速高峰，时间上吻合外延并购高发期。**

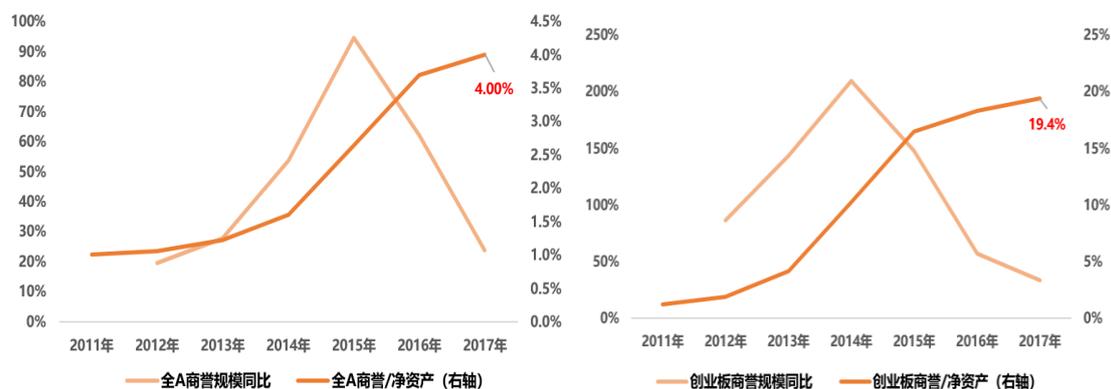
图：A股商誉规模



数据来源：WIND，天风证券研究所

随着 A 股商誉规模不断扩大，其对净资产占比也迅速攀升，进而暴露了减值的风险敞口。全 A 商誉规模占净资产比重由 11 年的 1.01% 上升到 17 年的 4.00%；**创业板商誉规模更是由 11 年的 1.20% 迅速攀升到 19.4%**。因而市场主要担忧的是创业板的商誉问题，我们也将重点放在这里。

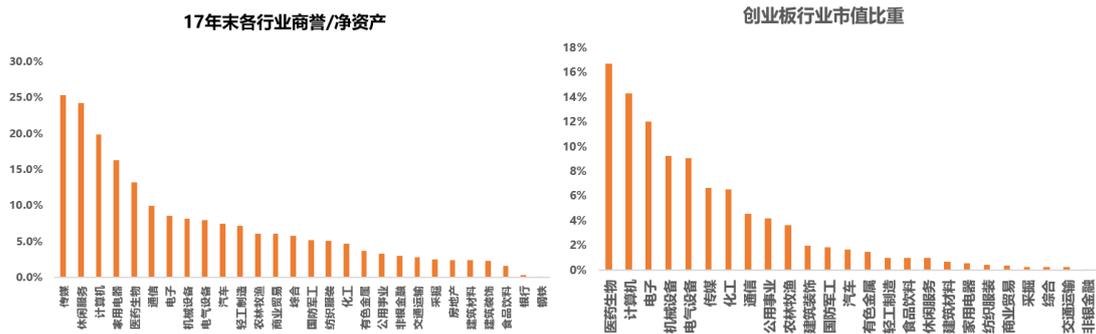
图：商誉规模占净资产比重



数据来源：WIND，天风证券研究所

行业分布上，TMT 商誉规模占净资产比重普遍居前，其他商誉占比较高的还有休闲服务、家电、医药、机械设备、汽车、轻工制造等，总体来说也跟创业板的权重行业重合度较高。

图：各行业商誉规模占净资产比重



数据来源：WIND，天风证券研究所

3、商誉减值节奏：17年充分释放

由于商誉的规模以及比重不断扩大，商誉减值的潜在风险也逐渐凸显。尤其对创业板而言，由于商誉的比重大，因而若大规模计提减值会对业绩产生较大的冲击。从11年以来上市公司计提商誉减值准备的情况来看，**15年和17年是计提较多的年份。其中创业板公司在17年计提了近80亿，是16年计提数的近4倍。**

要说明的是，由于会计处理上商誉减值准备是不能转回的，所以会直接影响当年损益。另外在数据处理上，17年存在3家商誉减值损失超过10亿，分别是中国石油（37.09亿）、ST巴士（15.38亿）和坚瑞沃能（46.15亿），为避免异常值的影响，此部分的计算剔除这三家公司，此前的年份暂不做额外处理。即便如此，17年的商誉减值情况依然是大幅恶化于前一年，反过来也可以说是风险释放较充分的一年。下表的计算剔除当年上市公司。

表：历年商誉减值损失（利润表项目）情况

商誉减值损失规模（亿）	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
全部A股商誉减值规模	13.17	10.63	15.76	31.73	77.20	113.77	264.61
其中：主板	11.91	6.22	7.57	14.39	36.13	47.36	96.13
其中：创业板	0.03	1.89	1.16	2.26	20.26	20.32	79.15
其中：中小企业板	1.24	2.52	7.03	15.08	20.81	46.09	89.32
全部A股商誉减值损失规模 同比增速		-19.3%	48.3%	101.4%	143.3%	47.4%	178.7%
其中：主板		-47.8%	21.7%	90.2%	151.0%	31.1%	181.3%
其中：创业板		6303.9%	-38.4%	94.7%	795.9%	0.3%	289.5%
其中：中小企业板		103.5%	178.8%	114.5%	38.0%	121.5%	127.2%

数据来源：WIND，天风证券研究所

除了计提减值准备以外，另外一种缩减商誉规模的方式是出售子公司，此时商誉也会影响出售当年的投资损益。我们在统计之前外延并购的案例时发现，不乏有在收购标的业绩大幅低于预期或承诺之后出售的情况，因此出售标的本身也是对商誉减值风险的释放。

反映到数据上，总体来看资产负债表显示的商誉资产，包含减值和注销等等情况，17年也是商誉消化较大的一年，全A合计有469只个股商誉规模缩水，其中创业板公司有114个，比16年多78.1%。要说明的是，下面的表格为保证同比口径，同比数据统一使用前一年底之前上市公司数据。因此16年的305到17年的469，需要考虑16年上市公司数量。根据统计，16年全A上市数量为227家，其中创业板78家，即便考虑这个问题，17年的商誉缩水问题依然是更加显著的。

图：历年商誉规模（资产负债表项目）减少情况

商誉减少个数	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
全 A 商誉减少个数	124	185	187	230	305	469
其中：主板	82	104	108	129	145	217
创业板	16	24	32	37	64	114
中小板	26	57	47	64	96	138
全部 A 股商誉减少个数同比增速		49.2%	1.1%	23.0%	32.6%	53.8%
其中：主板		26.8%	3.8%	19.4%	12.4%	49.7%
创业板		50.0%	33.3%	15.6%	73.0%	78.1%
中小板		119.2%	-17.5%	36.2%	50.0%	43.8%

数据来源：WIND，天风证券研究所

4、商誉减值对净利润影响

17 年 Q4 创业板的盈利增速和盈利能力 ROE 都出现了非常大幅度的回落，17Q3 创业板整体（剔除温氏乐视）净利润累计同比增长 23.9%、ROE (TTM) 9.24%，17Q4 则分别大幅下降到 3%和 7.86%。

从创业板 TTM ROE（剔除温氏、乐视、光线、坚瑞）的情况来看，过去三个季度 17Q3、17Q4、18Q1 分别为 9.23%、7.84%、7.89%，在去年四季度出现了大幅下跌。细分来看，创业板的资产周转率和资产负债率都在政策的范围内波动，但是净利率出现了大幅的下滑，而净利率下滑的背后，毛利率还保持了非常快的提升，无奈由于三项费用率均和资产减值都出现了非正常化的大幅度提升，最终导致 ROE 出现了断崖式的下滑。

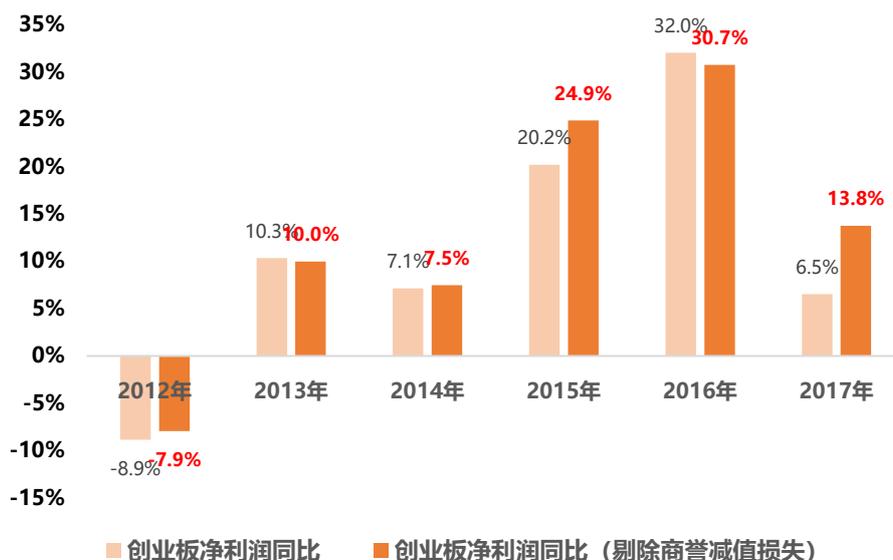
表：创业板 TTM ROE 拆解

TTM ROE 拆解	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
ROE	8.96%	9.16%	9.23%	7.84%	7.89%
净利率	10.78%	10.67%	10.42%	8.76%	8.76%
毛利率	30.93%	30.56%	30.15%	30.27%	30.43%
销售费用率	7.07%	6.92%	6.86%	7.01%	7.09%
管理费用率	10.68%	10.38%	10.10%	10.25%	10.26%
财务费用率	0.75%	0.90%	1.08%	1.36%	1.57%
总资产周转率	51.80%	52.88%	53.60%	53.38%	52.89%
权益乘数	1.61	1.62	1.65	1.68	1.70

数据来源：WIND，天风证券研究所

单独看商誉减值准备的影响。重新计算创业板净利润同比增速（剔除温氏乐视坚瑞光线），17 年为 6.5%，若剔除商誉减值准备影响则大幅升至 13.8%，可见 17Q4 净利润增速大幅下滑的原因中，商誉减值是重要一环（坏账损失和存货跌价准备也不小）。

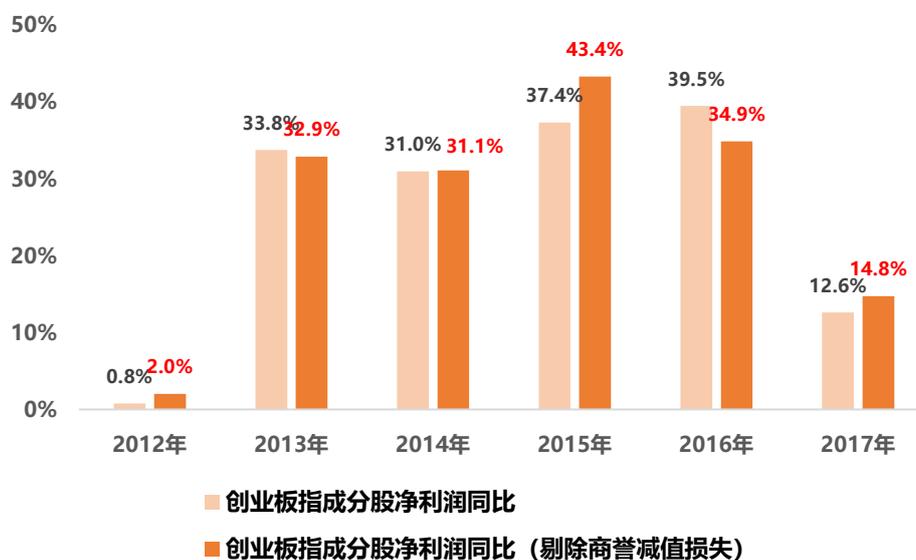
图：剔除商誉减值损失后创业板净利润增速



数据来源：WIND，天风证券研究所

单看创业板指情况稍好一些，事实上整体来看创业板指近年来的商誉减值损失情况都要好于整个创业板。

图：剔除商誉减值损失后创业板指成分股净利润增速



数据来源：WIND，天风证券研究所

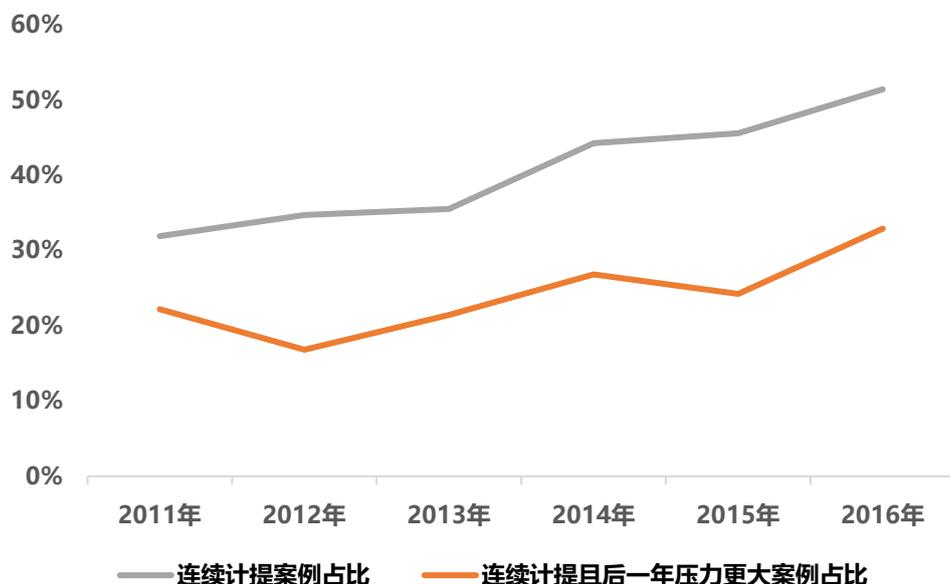
5、对未来预判，18、19 年风险递减

从上面数据来看，商誉减值较大的年份，该项目对创业板利润的侵蚀是非常可观的。由于 14-15 年创业板进行了大量的外延并购，积累了一定虚高的商誉资产，市场担忧踩雷商誉减值不无道理。但我们站在当前时点去考虑商誉问题，必须要清楚，一方面，商誉减值的风险一定程度或相当程度上已经反映在过去两年的跌幅里。另一方面，17 年的业绩和商誉减值情况是既定事实。如果去年初来思考这个问题，由于存在外延并购业绩承诺集中到期之后

踩雷压力，对未来两三年商誉减值的担忧无疑是很大的。而如果我们看到 17 年已经计提了大量的减值准备，站在 18 年往后看，很可能之后两年是边际改善的。

首先，从历史数据来看，连续两年计提商誉减值准备的案例占总案例的比重不超过 50%，这其中，连续两年计提且后一年计提数大于前一年的案例占比不到 30%。因此 17 年如果是集中减值的一年，意味着这些标的可能提前释放了一部分 18 年的减值压力。

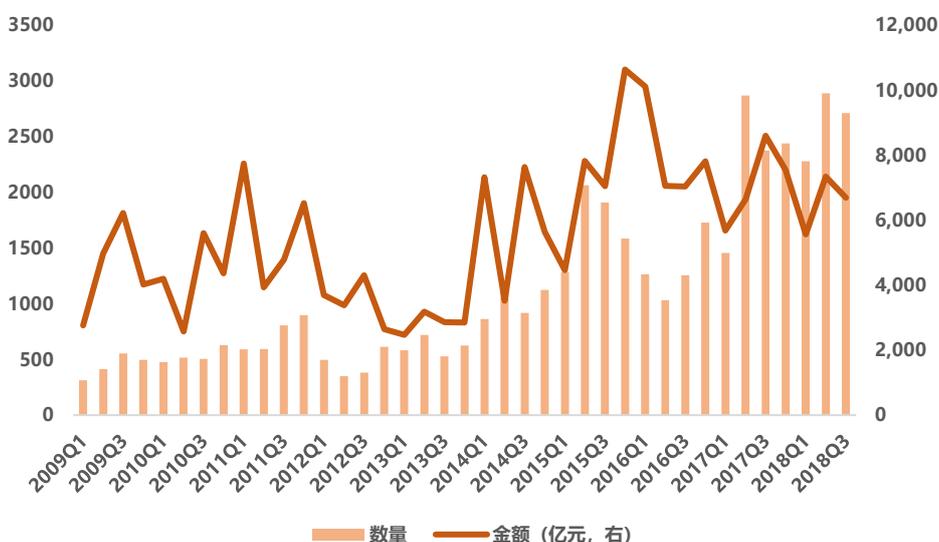
图：商誉减值损失连续计提情况



数据来源：WIND，天风证券研究所

其次，由于商誉减值（以及出售）多发生于并购标的，因此减值的节奏和外延并购、业绩承诺的时间线理应存在某些对应关系。从并购发生来看，15 年是上市公司并购的高点，此后在监管层规范并购重组、抑制“壳”情绪、叫停四行业跨界并购等一系列政策之下，上市公司的并购重组有所降温，因而由标的带来的风险会随之降低。

图：上市公司并购规模

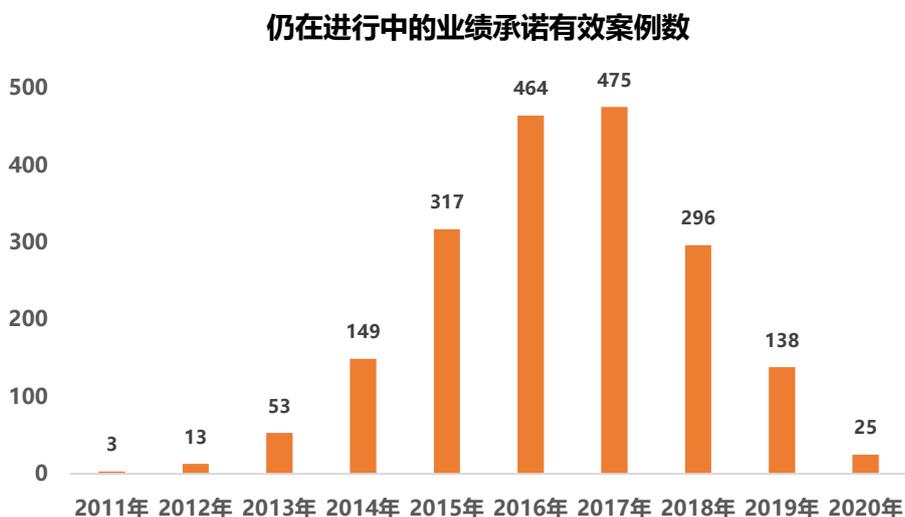


数据来源：WIND，天风证券研究所

进一步看业绩承诺情况，一方面，从我们之前外延并购报告的经验来看，创业板公司常在并购标的业绩承诺不达预期或业绩较差的情况下计提商誉减值准备，也有可能在这之后出售标的——这两种情况都会使得商誉缩水，同时也是风险释放的过程。

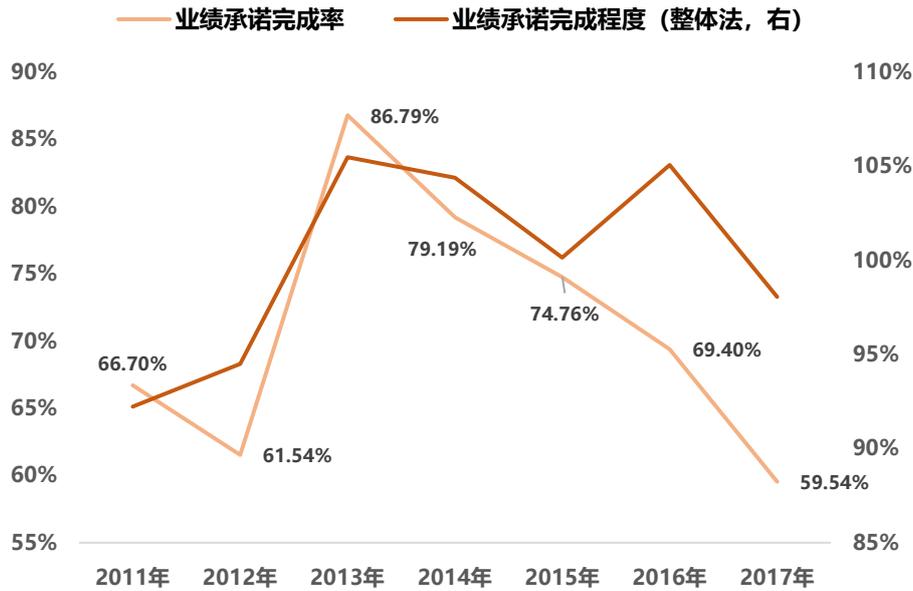
根据过去几年业绩承诺完成情况的经验，并购标的在业绩承诺期内往往表现得较好，而承诺期一过则有爆雷风险；按 15 年是并购高点且业绩承诺平均三年计算，17 年是业绩承诺到期的高峰，则推断 18 年是业绩压力较大的一年。然而从实际数据来看，17 年是业绩承诺完成最差的一年，一定程度上表明标的业绩压力的提前释放，这也是为什么 17 年商誉减值规模较大的重要原因。既是如此，意味着 17 年提前“承担”了一部分我们对 18 年的商誉减值担忧，即 18 年的最终情况很可能好于此前的估计。

图：创业板外延并购业绩承诺案例数



数据来源：WIND，天风证券研究所

图：创业板外延并购业绩承诺完成情况



数据来源：WIND，天风证券研究所

最后，考虑到我们上文的分析为保持统一口径，都截止到16年12月31日前上市的公司，而17年是IPO数量较多的一年，我们特别回溯了一下公司在上市当年和下一年发生商誉减值损失的情况。总的来说，这样的情况并不常见，因此我们推断17年上市的这些公司商誉损失的压力并不大。

表：上市当年及下一年发生商誉减值损失案例数

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
创业板上市数量	118	127	74	0	50	87	68	141
上市当年发生商誉减值损失	1	1	1	0	0	3	1	1
上市下一年发生商誉减值损失	1	7	4	0	1	1	0	

数据来源：WIND，天风证券研究所

6、一个简单测算

由于商誉损失的确认受标的业绩、母公司财务处理等因素影响，因而具有较大的不确定性，难以准确定量计算。在此我们仅做一个简单的测算：

如果均以截止上一年底上市的创业板公司作为样本，则15-17年确认的商誉减值损失占前一年底商誉规模的比重分别是4.44%、1.72%、4.23%（剔除温氏乐视光线坚瑞）。之所以选择用前一年商誉规模作为分母，是因为一般不存在当年形成商誉当年就计提损失的情况。这个数字也验证了上文的结论，即17年是商誉减值风险大幅释放的一年（15年的比重也比较高）。

其次，创业板商誉规模增速（剔除温氏乐视光线坚瑞）15-17年分别为150.7%、57.5%、34.1%，呈逐年递减趋势，这也与16年监管层出手整顿并购重组有关。

截止16年末，创业板上市公司剔除光线乐视温氏坚瑞后共565家，16年末商誉规模

为 1827.69 亿；这些标的 17 年发生商誉损失为 77.28 亿，17 年归母净利润为 804.73 亿（商誉损失占当年归母净利润比重 9.60%，占前一年归母净利润比重 10.23%）。我们用上述商誉损失占商誉规模的比重和商誉规模增速作如下简单的情景分析：

- 截止 17 年末，创业板上市公司剔除光线乐视温氏坚瑞后共 706 家，商誉规模为 2454.91 亿，17 年规模净利润为 934.89 亿；变量为 18 年发生的商誉损失占 17 年商誉规模比重，由此分析对 18 年业绩的影响。由于 17 年商誉减值风险释放较充分，我们预计 18 年这一比重会下降。

表：创业板 18 年商誉减值损失对净利润影响测算

创业板 18 年商誉减值损失对净利润影响测算	商誉减值损失占前一年底商誉规模比重						
	4.23% (17 年情况)	4%	3.5%	3%	2.5%	2%	1.72% (16 年情况)
商誉减值损失对创业板净利润增速影响 (18 年商誉减值损失 /17 年净利润)	11.1%	10.5%	9.2%	7.9%	6.6%	5.3%	4.5%

数据来源：WIND，天风证券研究所

单看创业板指情况要好一些。基于当前创业板指成分股，以截止上一年底上市的公司作为样本，则 15-17 年确认的商誉减值损失占前一年底商誉规模的比重分别是 5.50%、0.60%、1.40%（剔除温氏光线坚瑞）；15-17 年商誉规模增速为 169.7%、47.9%、28.6%。

当前创业板指成分股剔除温氏光线坚瑞后，16 年底之前上市的有 92 家，16 年末商誉规模为 434.42 亿；这些标的 17 年发生商誉损失为 11.57 亿，17 年归母净利润为 414.06 亿（商誉损失占当年归母净利润比重 2.80%，占前一年归母净利润比重 3.15%）。

则用同样的办法做如下进行情景分析：

- 截止 17 年末，创业板指成分股剔除光线温氏坚瑞后共 97 家，商誉规模为 1049.35 亿，17 年规模净利润为 434.42 亿；变量为 18 年发生的商誉损失占 17 年商誉规模比重，由此分析对 18 年业绩的影响。

表：创业板指成分股 18 年商誉减值损失对净利润影响测算

创业板 18 年商誉减值损失对净利润影响测算	商誉减值损失占前一年底商誉规模比重					
	3%	2.5%	2%	1.4% (17 年情况)	1%	0.6% (16 年情况)
商誉减值损失对创业板指成分股净利润增速影响 (18 年商誉减值损失 /17 年净利润)	7.2%	6.0%	4.8%	3.4%	2.4%	1.4%

数据来源：WIND，天风证券研究所

- 对创业板指进一步估算 2019 年的情况。这里我们需要对 18 年的净利润增速和商誉规模增速也做个估计：净利润方面，按照我们此前报告的估算，创业板指内生增速 18 年回升到 23%、外延并购贡献 10%、外延并购后遗症拖累 5%，也就是 28%

的增速至 556.07 亿；商誉规模方面，我们预测随着过去一年并购重组相关规定的松绑，18 年增速可能比 17 年小幅回升，这个比例作为我们敏感性测算的一个变量。

表：创业板指成分股 19 年商誉减值损失对净利润影响测算

商誉减值损失对创业板指成分股净利润增速影响(19 商誉减值损失/18 年净利润)		商誉减值损失占前一年底商誉规模比重					
		3%	2.5%	2%	1.4% (17 年情况)	1%	0.6% (16 年情况)
18 年商誉规模增速	55%	8.8%	7.3%	5.8%	4.1%	2.9%	1.8%
	47.9% (16 年情况)	8.4%	7.0%	5.6%	3.9%	2.8%	1.7%
	40%	7.9%	6.6%	5.3%	3.7%	2.6%	1.6%
	35%	7.6%	6.4%	5.1%	3.6%	2.5%	1.5%
	28.6% (17 年情况)	7.3%	6.1%	4.9%	3.4%	2.4%	1.5%
	20%	6.8%	5.7%	4.5%	3.2%	2.3%	1.4%

数据来源：WIND，天风证券研究所

按照上述三个表格的测算，商誉减值损失对创业板 18 年净利润增速的影响在 4.5%-11.0%之间；对创业板指成分股 18 年净利润增速的影响在 1.4%-7.2%之间；对创业板指成分股 19 年净利润增速的影响在 1.4%-8.4%之间。表格中红框表示大概率出现的区间。

上述是一个简单的测算，具体情况仍需自下而上看个股情况。我们从年报梳理中发现，发生商誉减值的原因，多为“并购标的业绩亏损”或者“并购标的业绩承诺不达预期”两种，其他少部分也有“提前处置商誉风险”、“战略整合效果不达预期”等原因——但大部分可以追溯到我们之前对外延并购的分析中去，即风险最大的仍是那些涉及大量外延并购的公司，尤其是带有业绩承诺的并购。我们在之前的报告中提到，一方面，17 年业绩承诺的完成率已经明显下降（不到 50%）；另一方面，有相当比例的标的在业绩承诺到期下一年利润缩水——因此我们仍然要警惕 17 年、18 年到期的业绩承诺对上市公司利润的影响。

具体标的可联系团队索取，相关报告参见：

《创业板内生增长靠什么？——内生、外延最全面拆分》

https://mp.weixin.qq.com/s/b8fVr0B_29krSqtahA5Dog