



B1-B2

2016.3.21

标的公司涉嫌“注水” 高业绩承诺实现难度大 新文化溢价150倍并购疑云

在停牌3个月之后，新文化(300336)抛出的一份高达150倍溢价收购重组方案赚足了市场的眼球。而如此大手笔溢价收购的背后，实则暗藏着很多疑点。成立九年之久的千足文化，在2015年刚刚扭亏之后，就被新文化给出21.6亿元的高估值，较其1428.49万元的净资产溢价了150倍。而拟购标的资产千足文化在被收购前预付款项竟然突增了逾111倍，导致公司的总资产大幅增长，这在业内人士看来有些“注水”撑门面的嫌疑。与此同时，对于千足文化做出的“爆发式”业绩增长承诺，业内人士也存在一定的担心。虽然交易方在重组方案中做出了业绩补偿的承诺，但是对于上市公司付出的“天价”收购款而言，即使千足文化未来业绩不达预期并且做出业绩赔偿，千足文化的实控人仍将大概率获得超额收益，而吃亏的则是上市公司，最终也将直接影响到中小股东的投资利益。



150倍溢价购买刚扭亏公司

自去年12月24日开始停牌后，新文化的重组方案终于在今年3月14日与投资者见面。

重组预案显示，千足文化是一家从事电视及网络视频栏目的创意、策划、制作、发行销售以及相关广告等商务运营服务的内容服务提供商和运营商。而新文化拟以发行股份及支付现金的方式购买千足文化100%股权，交易总价为21.6亿元。其中，发行股份5895万股购买倪金马和金玉堂合计持有的千足文化77.73%的股份，交易对价约为16.79亿元，同时支付现金4.811亿元购买金玉堂持有的千足文化22.27%的股份。而倪金马与金玉堂为千足文化的控股股东及实际控制人，两人为父子关系。

值得注意的是，截至2015年12月31日，千足文化的账面净资产仅为1428.49万元，这意味着新文化在收购千足文化的过程中给出了15020.81%的预估增值率。而150倍的高溢价却与千足文化近两年的业绩状况显得格格不入。

北京商报记者发现，千足文化成立于2007年2月，至今已有九个年头，作为一家文化传媒企业，成立时间并不算短。然而其近两年的盈利能力却并不突出。2014年，千足文化在实现5142.05万元营

收的基础上，净利润还亏损263.87万元。而在2015年，千足文化的营业收入增长至约1.447亿元，终于实现了盈利2011.93万元。

也就是说，新文化豪掷21.6亿元购买的千足文化是一家刚刚扭亏的公司。

与此同时，千足文化的资产负债率(合并口径)也高得离谱。据计算，千足文化在2014年资产负债率为118.3%，2015年虽然有所下降，但依然高达89.5%。此外，在2014年末，千足文化的净资产还是负数，为-692.25万元。

“150倍溢价，收购价太高了吧”、“涉嫌利益输送？”在股吧中，不少投资者也对新文化的高溢价收购提出了质疑。不过，新文化在接受北京商报记者采访时表示，本次重组并不存在估值虚高的问题。“公司收购千足文化主要是基于对行业发展趋势的判断、千足文化的业务竞争优势、公司自身发展战略的综合考量。标的公司是文化传媒类企业，属于典型的‘轻资产’公司，对其估值主要考虑未来获利能力，而不能简单地按照目前净资产值来确定。”

标的公司或“注水”撑门面

在收购前，千足文化部分财务数据爆发式增长导致的公司总资产大幅上涨，也同样引发了市场的质疑，被认为标的公司

在被收购前可能通过“注水”撑门面。重组方案显示，千足文化2014年末的总资产为3783.21万元，而在2015年末，其总资产猛然增长至13595.12万元，一年的时间猛然增长了约259%。而千足文化总资产的飙升，主要得益于预付款项与存货的大幅增长。

在2014年，千足文化的预付款项金额为70.08万元，仅占当年总资产的1.85%。而在2015年末，千足文化的预付款项金额则飙升至7884.86万元，占当期公司总资产的58%。在一年的时间里，千足文化的预付款项竟然同比增长了111.5倍之多。具体来看，公司预付账款的前两大客户分别为北京京视卫星传媒有限责任公司和浙江宇佑影视传媒有限公司，预付账款账面余额分别为5205.66万元和1800万元，其合计就占千足文化2015年预付款项比例的88.85%。

对预付账款余额的大幅增加，公司重组方案中表示是由于千足文化积极开拓新的业务形式，开始采用包盘经营的业务形式，购买电视台等播出机构的广告资源所预付平台费用和其他制作费用大幅增加所致。

与此同时，公司的存货也大幅增长，由2014年的574.61万元增长至2015年的1951.83万元。据了解，千足文化的存货由在拍栏目成本构成。也就是说，在2015年

千足文化处在制作拍摄阶段的栏目数量同比有了很大的增长。

“公司在2015年突然扩大经营规模，通过预付款和存货大幅增长让总资产大幅提升。”在中税税务代理有限公司高级税务顾问王伟看来，千足文化突然在收购前扩大经营规模有些蹊跷，不排除是一种为资产“注水”的行为，可能为的是获得更好的重组对价。

业绩承诺恐“画饼”

实际上，在新文化给出千足文化150倍高溢价的同时，千足文化其实也做出了业绩承诺，而且其业绩承诺十分亮眼。但在业内人士看来，千足文化要真正完成所承诺的业绩并不容易。

预案显示，千足文化实际控制人倪金马和金玉堂承诺，千足文化在2016—2019年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数分别不低于14000万元、19000万元、23000万元和27600万元。然而，就目前千足文化的业绩状况来看，要实现这样的业绩增长似乎很难。

以2016年承诺的1.4亿元净利润为例，相当于同比2015年实现净利润要增长近6倍之多，而2015年千足文化的营业收入也仅为1.45亿元。“如此高的业绩承诺完不成的风险很大。”一家文化传媒行业公司的高层如是说。

据了解，千足文化近两年的营业收入主要构成包括栏目制作销售和栏目广告销售两部分。在2014年，上述两大营收的占比分别为57.76%和42.24%，差距不是很大，而到了2015年，公司的营收中栏目制作销售占比达到了91.74%，而栏目广告销售占比则降至8.26%，栏目广告销售实现的营业收入也由2014年的2171.9万元下降为1195.67万元。

据上述业内人士介绍，目前对于栏目制作等传媒文化公司而言，行业竞争相当激烈。通常情况下，栏目制作中公司如果是承制的话，利润普遍比较低。“作为承制方，赚的就是辛苦钱。”该业内人士坦言。另外，还有一种就是包盘经营，即公司与电视台签订包屏协议，再对承包时段内进行节目创作，同时进行广告运营。

而千足文化从2015年开始主要采取的就是这种经营模式。

“关键是看招商。”上述业内人士称，招商质量一方面要看节目制作的质量如何，还要看播出的平台，而且目前广告业竞争很激烈，很多广告公司也利用手中的客户资源跨界栏目制作等，对相关公司造成一定的压力。“对于广告主而言，主要看市场品牌匹配度、附加值以及受众规模和匹配度的影响，目前的招商不好做，甚至可能出现经营失败的风险。”该人士补充道。

(下转B2版)