

# 神州泰岳转战创业板上市案例分析

刘华

2009年10月30日,神州泰岳(北京神州泰岳软件股份有限公司,证券代码300002)在创业板开板首日股价暴涨至147元,成为创业板首只百元股。同时,神州泰岳58元/股的申购价、68.80倍的市盈率、18.33亿元的融资金额,使其成为创业板首批上市公司“吸金”的最大赢家。据神州泰岳公布的《首次公开发行股票并在创业板上市发行公告》,“神州泰岳实际募集资金183 280万元,超出发行人拟募集资金数量98 827.20万元”,实际募集资金数量为计划资金的2.17倍。早在2008年,神州泰岳就曾申请在中小板上市,但未获批准。那么一年后,这个以运营飞信为主业、高度依赖中国移动、2008年净利润不过1亿多元的小公司何以能在创业板上市成功并受到资本市场的狂热追捧呢?回顾神州泰岳的两次上市历程,其经验教训或许对我们有所启示。

## 一、中小板上市失败的教训

神州泰岳成立于2001年,主营业务为向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供IT运行维护管理的整体解决方案。其在IT运行维护服务上,形成了独树一帜的技术实力,被称为“IBM、HP的竞争者”。神州泰岳经营业绩的主要来源是移动飞信运行维护支撑外包服务。该业务的运营主体是

其全资子公司北京新媒传信科技有限公司,它也是中国移动飞信业务唯一的运营维护支撑外包服务提供商。

为获得发展所需资金,神州泰岳在2008年申请在中小板上市。但2008年7月14日,在证监会第101次发审会上,神州泰岳的中小板上市申请被否决。对此公司董事长王宁表示,中小板上市申请之所以未获通过,是因为公司对审核所关心的问题理解不充分,回答陈述不够清楚,信息披露不够完整,导致委员有不同意见,但不存在持续盈利能力及规范运作等方面的问题。但市场普遍认为,神州泰岳初涉资本市场遇阻的主因是内部员工股权代转让存在瑕疵和重要合同业务具有潜在风险。

第一,重要合同的业务风险。神州泰岳2007年和2008年来自中国移动飞信业务的收入占当期营业收入的比例分别为19%和53%,占当期净利润的比例分别为42%和75%。可见,公司存在着对单一主体发展的过分依赖。另外,公司2008年披露的招股说明书上显示,公司与北京移动的飞信业务合同有效期为1年,2008年6月续签,但存在不能续签上述业务合同而对公司利润产生重大不利影响的风险。由于对中国移动飞信业务存在高度依赖,倘若飞信业务经营状况不佳,或是中国移动提出解除合同或降低合同结算价格,都将对公司盈利能力产生较大不利影响。

第二,内部员工股权代转让的瑕疵。为吸引人才,公司在成立之初就设计了一套“动态的股权结构体系”。公司把股东分为三类:一是原始股东且在一线工作;二是原始股东且由于各种原因还参与公司运作,但不在一线;三是完全不在公司。股东每退一个档次,折让50%的股份给公司,作为公司的共有股权。2001年9月至2007年9月,公司出现过股份代持和多次内部股权转让,其中四次为无偿转让,两次为按面值1元转让。在中小板陈述现场,公司申请人承认历史上存在股份代持的情况及股权转让不规范的行为,但未能对历次股权转让的原因进行准确完整的披露,股权的清晰性受到严重质疑。

## 二、创业板上市成功所做的转变

2009年9月17日,神州泰岳由中小板转战创业板,最终如愿以偿。对照神州泰岳的中小板上市历程,可以发现经营持续性、股权清晰性,特别是业绩成长性,是影响其创业板上市成败的关键。

第一,改变签约方式,提高经营持续性。提交创业板的上市申报稿前夕(2009年4月),全资子公司北京新媒传信科技有限公司争取到中国移动改变一年一签的合同惯例,与之签订了为期三年(2008年11月~2011年10月)的飞信业

务运营支撑服务合同。这也消除了外界对于其能否与中国移动续签业务合同而对公司利润产生重大不利影响的猜疑。

第二, 加强信息披露, 重现股权清晰性。神州泰岳一改对历次股权转让原因未作准确、完整披露的做法, 在创业板上市申报现场陈述时就预先披露了《发行人关于公司设立以来股本演变情况的说明》, 主动对公司的历次股权转让原因详加解释: 四次无偿转让的原因一是前任员工离职后, 将所持股权无偿转让给继任者; 二是为了强化对公司核心管理团队的股权激励, 提高了其直接持有公司股权的比例。两次有偿转让则综合考虑了公司净资产状况、各受让方在公司的角色和新股东将来在公司发挥的作用等因素。通过充分的信息披露, 还原不规范的股份代持和股权转让真相, 使得公司的股权重现清晰, 打消了市场对其内部员工股权代转让存在瑕疵的顾虑。

第三, 调整财务数据, 突出业绩成长性。创业板的发行条件中规定公司最近两年营业收入的增长率均不应低于30%, 这体现了对公司高成长性的要求。神州泰岳创业板的上市申报与中小板的上市申报相比, 分别调低了2006年和调高了2007年的相关财务数据。据创业板申报稿显示, 2007年公司实现营业收入4.42亿元, 净利润8 836.44万元, 经营活动产生的现金流量净额6 367.60万元。然而此前的中小板申报稿显示, 公司2007年实现营业收入4.17亿元, 净利润8 021.76万元, 经营活动产生的现金流量净额5 226.71万元。由此可见, 2007年公司实现的营业收入、净利润和经营活动产生的现金流量净额分别调高了2 500万元、814.68万元和1 140.89万元, 高估差异率分别为6%、10%和22%。与此同时, 公司2006年的营业收入、净利润和经营活动产生的现金流量净额分别被调低了2 116.79万元、829.15万元和199.18万元, 低估差异率分别为10%、27%和

7%。尽管历史财务数据的调整, 有赖于重新聘请了“对本行业较有经验”的事务所及会计师进行审计工作, 但公司的成长性更为清晰和突出, 迎合了创业板对高成长的内在追求。

### 三、进一步的分析: 博晖创新案例对比

如果对比2007年2月在新三板(中关村科技园区非上市股份有限公司代办股份转让系统)挂牌、2009年8月递交创业板IPO申请、2010年1月创业板IPO被否决的博晖创新(北京博晖创新光电技术股份有限公司)来看, 神州泰岳的成功经验还可进一步挖掘。

第一, 业绩的成长性。众所周知, 创业板IPO审批尤为注重业绩的成长性。而神州泰岳创业板IPO成功与博晖创新创业板IPO失败, 最明显的差异也正是两者的业绩成长性。博晖创新主营临床医疗检测系统产品, 综合毛利率高达75%, 属于国家鼓励和支持的高新技术企业, 但2007~2009年实现归属母公司所有者的净利润分别为2 472万元、3 985万元、2 591万元, 2009年度的净利润同比下滑约35%。由于业绩走向呈现出倒“V”形, 对公司成长性的判断杀伤力大, IPO没能获得通过便在情理之中。而神州泰岳最近3年的经营业绩呈爆发式增长态势, 综合毛利率也不断攀升, 良好的成长性使其更容易通过创业板IPO审批和受到市场追捧, 其取代经典蓝筹股贵州茅台成为我国股市第一高价股也不是偶然的。

第二, 主业的专注度和融资的迫切性。从博晖创新的招股说明书来看, 其资金非常充沛, 2007~2009年经营活动产生的现金流净额分别为2 094万元、1 604万元、2 279万元, 货币资金分别为477万元、7 030万元、6 538万元, 资产负债率大大低于新华医疗等可比上市公司的平均水平, 可见公司的股权融资

需求并不迫切。更有甚者, 博晖创新过去几年一直利用“闲钱”打新股、进行国债回购甚至涉足房地产, 四处投资使其主业的清晰性自然也受到质疑。与之形成鲜明对比的是, 神州泰岳既能专注主业, 不断突出优势, 又处于资金饥渴状态。神州泰岳总经理李力表示, 随着公司业务规模的扩大, 公司员工人数迅速增加, 由2006年年初的222人发展到报告期期末的1 733人; 而公司在北京租赁的房屋面积已经超过7 600平方米, 并分布在5个地方。艰苦的办公条件影响了公司引进人员, 加大了管理成本, 对公司的快速发展形成制约, 因此拟募集资金, 并将三分之一资金用于支付买楼款项。结果自然是四处投资、“不差钱”的博晖创新创业板IPO融资梦碎, 而专注主业、“就差钱”的神州泰岳创业板IPO成功, 而且实际募集资金超出拟募集资金98 827.20万元。

综上所述, 创业板IPO申请的门槛并不低, 相反对业绩成长性、经营持续性、股权清晰性、主业专注度和融资迫切性的要求非常高, 既要从中看到业绩成长性和主业专注度, 又要从现实中看到股权清晰性和融资迫切性, 还要从未来看出经营持续性。希望在创业板IPO申请成功的企业, 可据此进行自我审视与调整。■

(作者单位: 上海财经大学会计学院)

责任编辑 陈利花

