

# 国企改革观象台

助推国企高质量发展

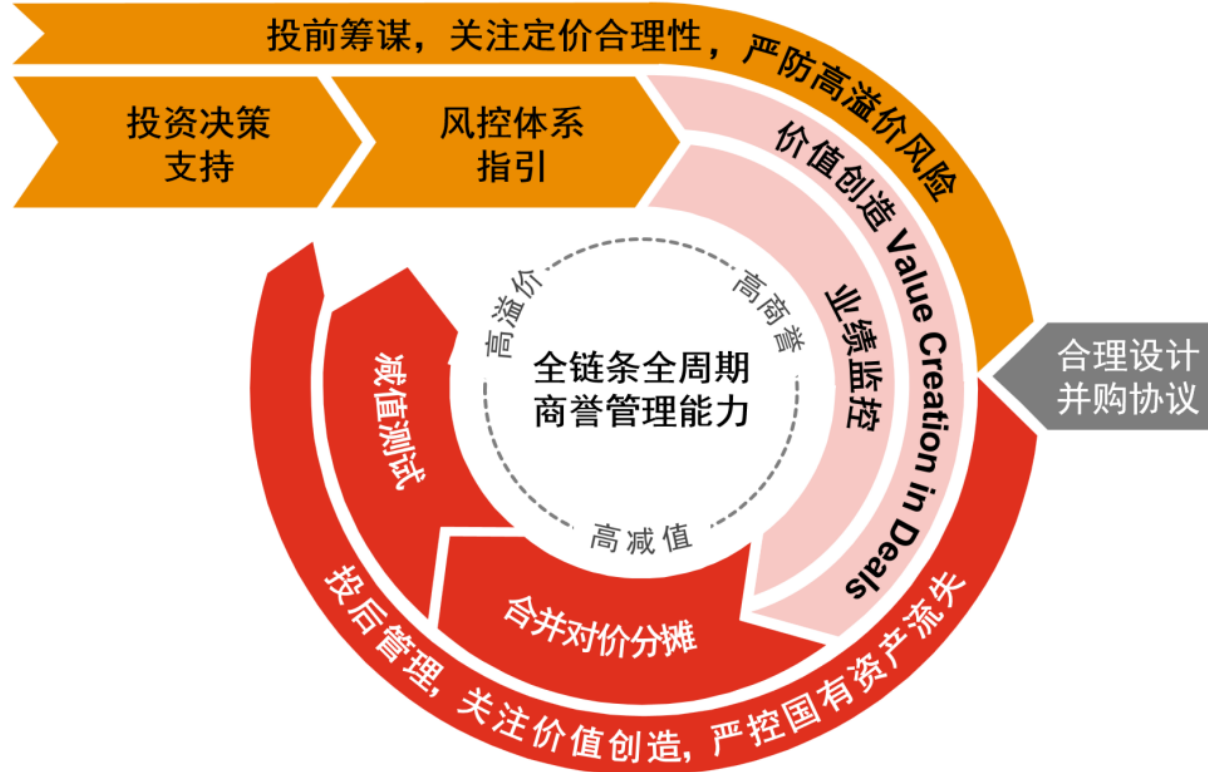


普华永道

2022年5月24日，国务院国有资产监督管理委员会发布了《关于加强中央企业商誉管理的通知》，进一步强调央企提升全链条、全周期商誉管理能力的重要性。

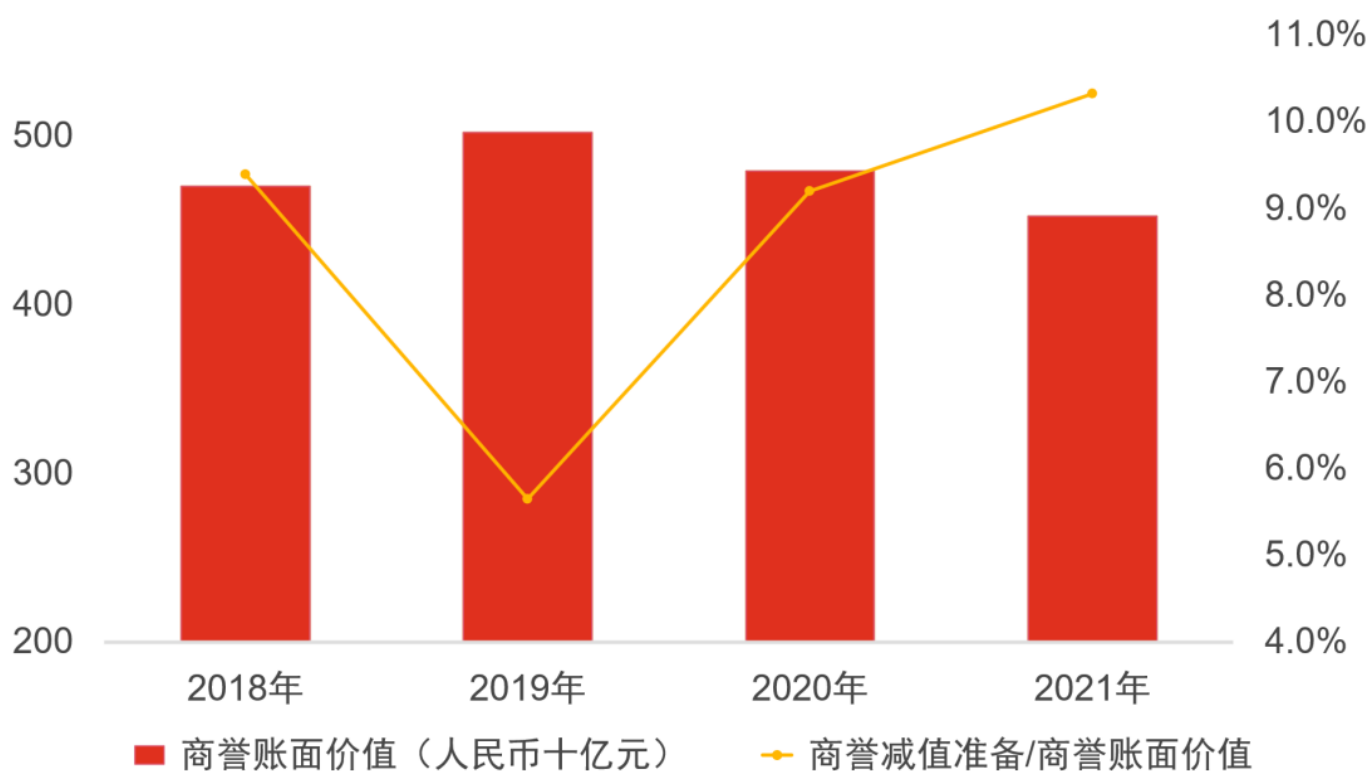
商誉因控股并购而形成，并购因企业发展而肇始。商誉管理并非仅仅是财务报告的会计计量要求，而是贯穿着投资决策分析、风控体系搭建、日常业绩监控、交易价值创造以及商誉确认和计量整个过程。加强源头管控，重视并购过程中的风险管理以及规范商誉确认和计量才能从根本上维护并购交易过程中的国有资产安全。

**商誉管理能力贯穿并购全链条全周期**



据普华永道分析，国有控股的A股上市公司于2021年共完成120起披露交易金额的控股并购，合计金额近1,300亿元人民币。与此相对应，国有控股A股上市公司商誉账面价值于2021年末已逾4,500亿元人民币，国有控股上市公司2021年计提商誉减值准备占商誉账面价值的比例约为10.3%。

国有控股上市公司商誉变动趋势



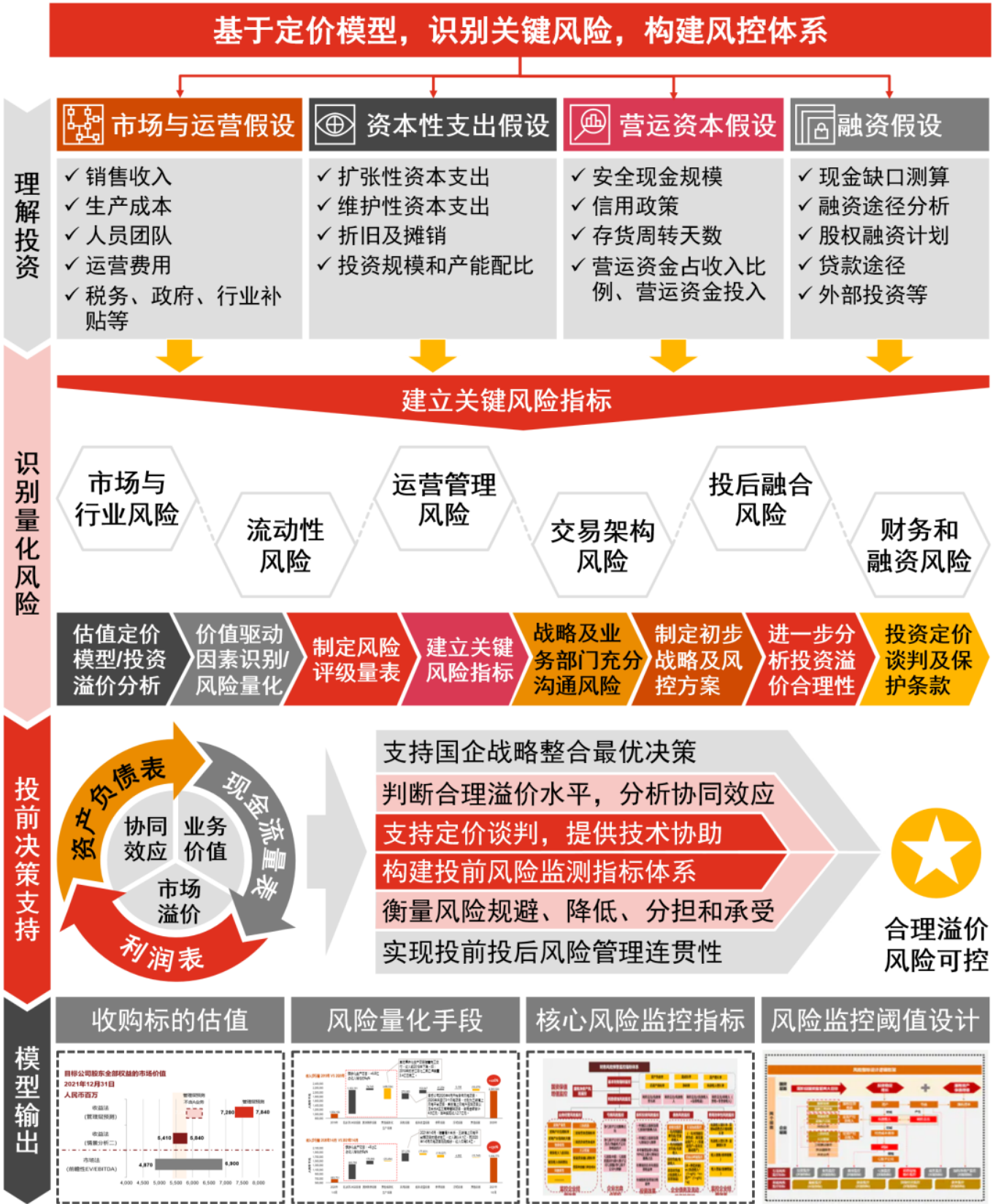
注：Wind、Capital IQ及普华永道分析

继国务院国资委34号、35号令强调央企应当建立投资全过程风险管理体系之后，此次通知要求央企进一步加强全链条全周期商誉管理能力，意味着进一步要求国企在投资全过程的事前、事中、事后落实并强化投

资监控体系。在投前即开始对投后整合风险、减值风险进行思考，有助于构建全链条全流程的商誉管理流程和业绩监控机制。

投前估值分析模型可以有效的量化各维度风险，为建立多维风险评级量表提供关键意见，初步建立关键风险指标（KRI）。在此基础上，在投前就开始思考并建立投后价值创造（Value Creation in Deals, VCiD）蓝图，可以清晰地对投后整合方案做出合理规划，包括但不限于运营整合、战略调整、收入成本协同等，并结合估值分析模型进一步分析溢价的合理性，定性定量分析风险和收益的匹配关系。除了收益与风险，对于国有企业投资，同时还要考虑社会功能及环境相关效益的实现。

基于定价模型的量化分析  
如何支持风险管理体系和投资决策



商誉管理的全流程从投前定价模型到价值创造蓝图，风险管理内嵌于谨慎细致的定量定性分析中。对于风险的量化评估、指标设计、发展策略、应对举措、责任部门等均可以通过有效的机制被监控。完整的体系建设有助于投后连续性地对业绩进行监控以及对商誉减值预期进行管理。

02

重视投前定价风险评估，谨慎构建估值分析模型

投前定价风险需要通过多维度的分析进行管控，衡量收益和风险的匹配关系。构建估值分析模型至关重要，其可以将标的企业各项运营财务假设通过灵活的方式集成在业务价值或股权价值中，是量化风险的有效手段。**构建估值分析模型是投前合理定价和揭示风险的制胜法宝。**

估值模型如何反映定价和风险的匹配关系

## 基于财务预测 建立模型



对卖方财务预测的深入剖析有助于从财务、业务、运营、资金等多个维度理解标的业务、辨识风险，同时识别业务的核心驱动因素，敏感因素，聚焦谈判核心要点。

根据国资风险控制要求，结合收购方对市场和业务的判断，对核心敏感事项或参数执行必要的敏感性分析、情景分析以及价值桥分析，以衡量各维度的风险水平，进一步加深对交易定价的理解。

## 结合国资管理要求 执行风险量化分析



## 充分考虑溢价水平 合理性和对应风险



结合上述分析以及对风险的判断，充分考量溢价水平的合理性，量化分析溢价中包含的协同效应属性和相应的可以实现的风险和难度，同时进一步思考价值创造蓝图的相关工作。

在交易谈判和定价过程中采用必要手段规避风险，比如卖方按照估值模型约定财务或业务对赌、对资金安排进行承诺，又比如约定付款节奏按一定比例支付或者其他可能的交易架构（如现金+股份支付）。

## 定价过程中设计必要 的风险规避机制



## 投前合并对价分摊 揭示财务报表风险



执行交易前的收购对价分摊工作，可以有效模拟收购对未来合并财务报表的影响，提前规划无形资产摊销对利润表的影响以及商誉减值的风险。

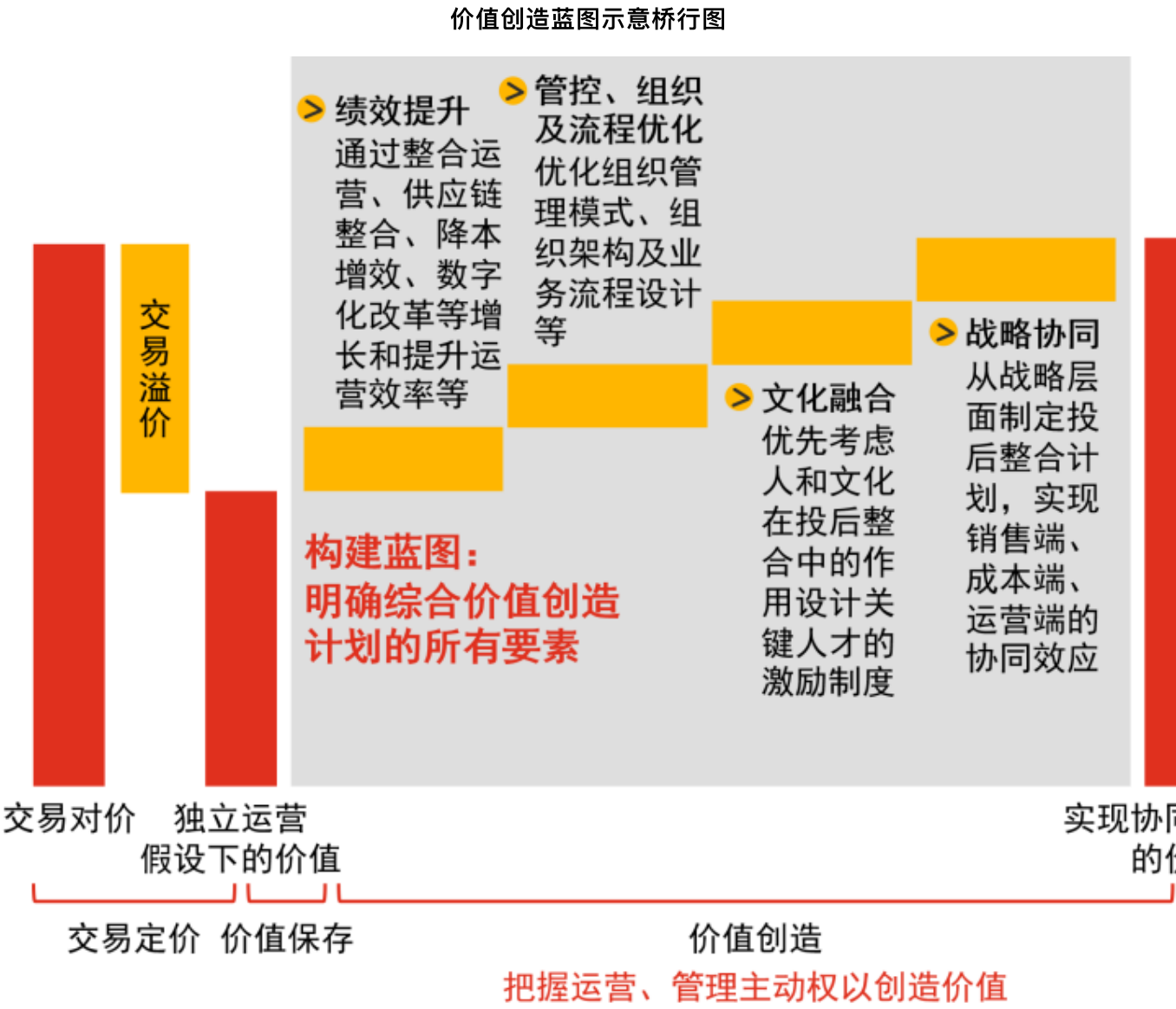
估值分析模型需要基于扎实的尽调工作，才能更精确全面地量化风险，根据不同的项目情况包括但不限于涵盖商业、财税、人力资源、IT和网络安全、ESG等方方面面的尽调。估值分析模型可以有效的将不同维度的事实分析结果集成量化在确定的可衡量指标中。

国有企业在并购时，通常会要求中介机构出具审计报告和资产评估报告作为核准或备案的必要条件。但由于审计报告和资产评估报告通常是基于监管合规的要求，根据审计准则和评估准则执行的鉴证性工作，并不侧重于分析业务和交易价值创造，很多时候对于充分披露交易风险仍旧存在不足。因此仅依靠审计和资产评估工作往往并不足以支持做一个“好的并购”，对拟收购标的的全面尽职调查、估值建模是交易价值创造环节非常重要的前提条件。特别是对于高溢价交易，量化分析收购溢价背后的商业逻辑是判断定价合理性和风险是否可控的重要步骤。

03

注重交易后价值创造将更有机会获取成功

收购交易中的高溢价通常意味对投后绩效提升和协同效应的高预期。如何确保交易后能按照投前预期实现价值，构建价值创造计划至关重要。价值创造计划应该是蓝图而非一张清单，在计划所有业务领域的价值创造过程中需秉持必要的勤勉和严谨的态度，以保证投后整合的过程细致且有效。



<左右滑动查看更多>

周密的投前规划能够事半功倍。尽早建立综合的价值创造计划，才能最大程度上控制风险，增加价值创造成功的概率。国有企业需要充分结合交易定价模型，考虑每个要素如何支持高溢价（业务模型、协同效

应、运营模型和技术计划等），制定涵盖战略定位、提高业务绩效、优化经营模式、资产负债表和合理的税收结构等的**价值创造蓝图**。

对于控股权收购，在具备了统揽全局的价值实现蓝图、实操运营层面进行战略分解、制定详实的落地方案、落实各环节责任人，并与风控体系中的核心风险因子挂钩、在执行层面形成具体可执行的**投后整合方案**（包括但不限于营销整合、供应链整合、IT整合、人事整合、财务整合等等）后，才能真正意义上控制好高溢价、高商誉和高减值的风险，有效防止国有资产流失，并进一步实现保值增值。

04

合理设计交易条款规避定价风险

在并购投资的过程中，除了通过尽职调查、定价估值模型以及交易价值创造蓝图等手段应对的交易风险外，**有效设计并购协议（SPA）**条款也是规避投中风险的有效手段之一。在合理定价的前提下，国资收购方应积极进行条款谈判以保障收购后的经济利益。

并购协议条款设计在规避投中风险的应用举例

- 01
- 设置收购价格调整机制，尤其是对于国资收购方的补偿调整机制，减少高溢价下高业绩承诺的收购风险。
- 02
- 基于收购后的协议约定商业里程碑完成度，设置分期付款的机制以保护国资收购方利益。
- 03
- 设计收购协议的衍生合约安排，比如授予国资购买方分步收购的看涨期权，增加并购交易的灵活度。
- 04
- 对于收购控股权后原股东仍旧作为核心管理团队参与被投资企业日常管理的，可以灵活运用股权激励制度来代替一部分对价。

从估值定价模型到风险量化分析再到价值创造蓝图，有效的全流程全周期商誉风险管理在投前就贯穿着投资决策分析、风控体系以及提前规划投后管理战略。此外，全链条全周期商誉管理不仅要求国有企业在投前和投中把控风险，更对投后整合、持续性的业绩监控以及商誉后续计量提出了更高的要求，我们将在下篇详细阐述商誉确认和商誉的后续计量。

如需了解更多关于本专题的详情，请与以下专家联系：

陈静  
普华永道中国国企业务主管合伙人

电话：+86 (10) 6533 2067  
邮箱：jim.chen@cn.pwc.com

**李明**  
普华永道中国企业购并服务主管合伙人  
电话：+86 (21) 2323 3437  
邮箱：andrew.li@cn.pwc.com

**陈少瑜**  
普华永道中国估值与建模咨询服务合伙人  
电话：+86 (10) 6533 2501  
邮箱：nova.chan@cn.pwc.com

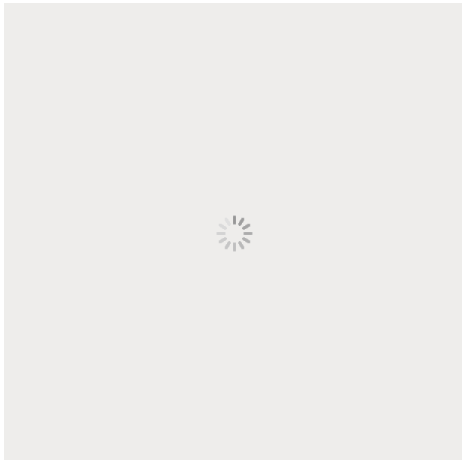
**姜颖**  
普华永道中国估值与建模咨询服务合伙人  
电话：+86 (21) 2323 3722  
邮箱：ginger.y.jiang@cn.pwc.com

**徐晟**  
普华永道中国估值与建模咨询服务合伙人  
电话：+86 (21) 2323 8073  
邮箱：steven.xu@cn.pwc.com

**张远**  
普华永道中国估值与建模咨询服务高级经理  
电话：+86 (21) 2323 7653  
邮箱：elsie.zhang@cn.pwc.com



■ 长按识别查阅往期专栏文章 ■



秉承“解决重要问题、营造社会诚信”企业使命，普华永道中国于官方公众号“普华永道”上设立【国企改革观象台】专栏，分享在国企服务过程中的经验、观察和理解。专栏文章涵盖国企混改、数智时代、风险防范、战略引领和投资管理等方面。

© 2022 普华永道版权所有。普华永道系指普华永道在中国的成员机构、普华永道网络和/或其一家或多家成员机构。每家成员机构均为独立的法律实体。详情请见 [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure)。

免责声明：本微信文章中的信息仅供一般参考之用，不可视为详尽说明，亦不构成普华永道的法律、税务或其他专业建议或服务。普华永道各成员机构不对任何主体因使用本文内容而导致的任何损失承担责任。

您可以全文转载，但不得修改，且须附注以上全部声明。如转载本文时修改任何内容，您须在发布前取得普华永道中国的书面同意。



喜欢此内容的人还喜欢

## 华兴资本医疗与生命科技行业周报【Vol.228】

华兴资本



## 【招商策略】A股未来可能会发生的几个关键变化——A股投资策略周报 (0710)

招商策略研究



