

来源:上海证券报

何以扭亏？富春股份展示了一套精妙的“闭环式”资本运作——通过不停切换主业以追逐市场热点，通过烂尾式并购以迎合资本炒作，通过花式财技与会计处理以保壳续命。日前，深交所对富春股份出具了2018年年报问询函，要求公司解释是否存在一系列眼花缭乱的保壳手段。

◎记者 乔翔 ◎编辑 郭成林

很难理解，一家主营通信、背靠三大运营商的上市公司，接连在4G、5G项目上折戟；很难想象，一家希望通过切换主业而走出经营泥潭的上市公司，最终收获的只有股价炒作；很难相信，借风向转战游戏资产的烂尾式并购，竟成为上市公司扭亏保壳的“续命膏药”。

富春股份，集三者而为一。

在通信主业不振之际，始于2015年的两次跨界并购，虽让富春股份尝到一丝甜头，但终是“毒药”。并购标的承诺业绩全线崩塌后，富春股份陷入窘境——扣非净利连续两年亏损。2018年，公司勉强扭亏为盈，也被监管层问询是否存在利用会计处理调节利润、期末虚构交易的情形以及在应收款计提上存在“猫腻”。

游戏逻辑被证伪后，富春股份为自己贴上“5G概念股”标签，再度收获市场热捧。与去年11月搭乘“5G列车”如出一辙，公司股价在工信部6月6日正式发放5G商用牌照前一日便闻风而动，在6月5日至11日收获3个涨停。

然而，无论是从公司官网还是年报表述，抑或是回复投资者提问来寻迹，富春股份的5G事业显然还未有实质进展。记者此前致电公司，得到的回复是：“有一些5G相关业务在开展，但还没有形成收入和利润。”

业务视角理解不了的，资本运作为你打开另一扇窗。

富春股份展示了一套精妙的“闭环式”资本运作——通过不停切换主业以追逐市场热点，通过烂尾式并购以迎合资本炒作，通过花式财技与会计处理以保壳续命。

如若类似案例在A股市场被广泛复制，而动机不良的上市公司不为烂尾式并购付出任何代价，那么，劣币驱逐良币后，投资者或将不得不面对一个谎言横行的市场生态。

点石成金的保壳财技

在2017年巨亏后，富春股份2018年实现业绩扭亏为盈。在保壳的关键时点，这份堪称反转奇迹的年报引起了监管部门的重点关注：是否存在利用会计处理调节利润，从而规避连续两年亏损的情况？

A股市场此前案例均显示，走上烂尾式重组之路的上市公司，在并购标的业绩承诺到期时往往出现净利下滑甚至巨亏。这是财报的“常规”呈现方式。

然而，富春股份成为特例，在2017年巨亏后迎来奇迹反转：2018年实现扭亏为盈。在保壳的关键时点，富春股份这一份年报，被监管部门重点关注。

日前，深交所对富春股份出具2018年年报问询函，要求公司详细解释业绩扭亏为盈的背后，是否存在一系列眼花缭乱的保壳手段，包括调节利润、期末虚假交易等方式。

富春股份是如何扭亏的？

公司的解释是，取得公允价值变动收益等非经常性损益3.57亿元，其中主要包括2018年应收子公司摩奇卡卡原股东的利润承诺及资产减值的股权补偿款1.69亿元、2017年应收原股东的利润承诺及资产减值的股权补偿于本期注销，将2017年计入该金融资产的公允价值变动转出3709万元等。

对此，监管部门在问询函中直言，是否存在利用会计处理调节利润，从而规避连续两年亏损的情况。

有投行人士向记者感叹：“公司的保壳财技来自此前的并购。先是重组烂尾，再通过被并购标的业绩承诺补偿计入损益以实现扭亏保壳，可以说把烂尾式重组玩到了极致。”

“这里面有这样一个逻辑，从会计角度讲，高业绩承诺、高估值对上市公司并没有什么影响，因为不计入当期损益，所以对报表并不影响。如果以后承诺业绩没完成，还可以补偿的形式把利润做出来，所以业绩承诺有可能变成业绩调节的手段。”有专业财务人士告诉记者。

上述投行人士认为，将补偿款计入当期损益需要进一步严谨的论证，相比之下计入资本公积可以较为准确地还原公司正常经营业绩的实际面貌，从而遏制上市公司借此调节利润。

上述财务专家也持相同观点，“因为摩奇卡卡还有一年承诺期，因此补偿款目前是一个或有事项，将其计入损益有待论证。而且，不排除公司2018年通过相应的手段

把摩奇卡卡的利润隐藏起来，然后2019年实现大部分承诺也有可能。”

“因此，类似摩奇卡卡这种在没有出承诺期的时候，其所做的业绩承诺很可能会变成业绩调节的手段。”上述专家告诉记者，这种还没出承诺期的业绩承诺，应该到承诺期结束再结算，承诺期间产生的任何补偿都应作为资产负债或资本公积项下的科目，而不应该变成利润项下的科目，这样也就避免了公司通过此种手段进行利润调节。

在其他应收款中，公司对应收业绩补偿款的坏账计提处理也疑云重重。

年报显示，公司业绩补偿款2018年期末的账面余额接近2亿元，其中对2017年的游戏标的资产摩奇卡卡的业绩承诺人范平、邱晓霞、付鹏的应收业绩补偿款分别约为9600万元、4100万元、3300万元；对上海骏梦的业绩承诺人上海力珩的应收业绩补偿款约为2500万元。

值得一提的是，公司对范平、邱晓霞、付鹏应收业绩补偿款的坏账计提比例极低，而对上海力珩以“预计无法收回”为由采取全额计提坏账。至于这一差异化安排，公司的理由是，“按照抵减可抵扣的股权应付款后按照账龄计提坏账”。

针对这一疑点，监管要求公司解释，相关会计处理是否符合会计准则的规定，相关坏账计提是否谨慎。

公司对此的回复是：对范平、邱晓霞、付鹏应收业绩补偿款坏账以极低比例计提，主要是因为补偿义务人持有的限售股份不得设置质押，且补偿义务人的限售股份足以补偿应补偿的股份，不存在无法补偿的可能。

此外，富春股份2018年10月与阿里旗下的大鱼快乐达成的一笔关于东阳留白2%股权的转让交易（已于同年11月19日完成工商登记变更），在今年1月突然被对手方要求解除。据披露，该笔股权转为按公允价值计量的可供出售金融资产，转让产生的投资收益为2473万元。

结合年末这一敏感时间点，上述交易显然被公司视作成功扭亏的“最后一块拼图”。但因交易的草率和合理性欠缺等原因，监管层表示高度怀疑。

对此，深交所要求公司说明短期内前述协议取消的具体原因，是否存在期末虚构交易情形以及公司对相关事项的会计处理对业绩的影响。

从富春股份的回复来看，显得非常模糊。公司称，由于对东阳留白持股目的发生改变，且不再享有派驻董事权利，因此转让股权，而取消的理由则是，“受交易对手

的负责团队调整的影响，大鱼快乐单方面要求解除股权转让协议。”

前述财务专家对记者表示：“从会计准则上看，不排除公司最终的目的是想通过这种手段把金融资产的属性做变更，因为在不同的属性下，金融资产计量和利润确认的方式不一样。即便大鱼快乐取消交易，当公司收回这笔股权的时候，属性已经发生了变化。个人认为，公司的这招‘狸猫换太子’很可能是利用了阿里。”

该位财务专家直言，从动机上看，公司的确有在财报上动手脚的强烈意愿，“只要2018年扛过去，把业绩做上去，哪怕2019年再度亏损，至少公司不会面临退市风险，到时公司会想尽各种手段保证2020年业绩不亏，连续两年亏损的硬指标等于清零。”

结合监管对公司的关注，不难判定，当初高溢价的并购终于对公司形成了反噬。但因业务衰败，就将希望寄托于财技操作与资本运作，相比起盲目并购，富春股份或埋下一枚更大的地雷。

不受惩罚的烂尾并购

由于曾经的主业衰败，富春股份义无反顾地开启了“转型升级”之路。但回过头看，在经历极短的“蜜月期”后，并购而来的游戏业务成为影响公司发展的最大拖累。

从并购到烂尾，再到扭转乾坤的保壳财技，这一切在开始之初便是富春股份“算计”好的吗？

恰逢2015年并购浪潮兴盛，公司义无反顾地开启了“转型升级”之路。但回过头看，在经历极短的“蜜月期”后，游戏业务成为影响公司发展的最大拖累。

2014年12月，富春股份（彼时名为“富春通信”）计划斥资9亿元买下手游研发商上海骏梦，标的增值率接近13倍。该笔交易于2015年5月完成。

2015年10月，富春通信计划以超过8亿元的价格收购民营影视公司春秋时代80%股权，溢价率接近12倍。不过，该笔交易最终搁浅。

心有不甘的富春通信决定来年再战。2016年12月，富春通信宣布拟斥资8.8亿元收购摩奇卡卡100%股权，溢价率超过20倍。事实上，公司对收购摩奇卡卡的方案一改再改，当时的最终版是将收购方式变更为全部以现金支付，并且取消募集配套资金才涉险过关。

不过，纯现金收购也带来了巨大的资金压力。根据方案，富春通信是通过交易对价分期付款、标的公司回购股份、大股东无偿借款等方式艰难凑齐收购资金的。

一家怎样的游戏标的才让公司不惜一切代价也要收入囊中？

翻阅之前的重组方案，摩奇卡卡2014年和2015年其实已经处在亏损之中，且不断扩大。2016年的扭亏为盈，靠的是手游行业惯见的“爆款救主”戏码。凭借2015年底推出的《新大主宰》移动游戏，2016年前三季度摩奇卡卡盈利达3000多万元。

对游戏业务的爆发极度乐观，在业绩对赌上，范平、邱晓霞、付鹏承诺摩奇卡卡2016年至2019年实现的扣非净利润分别不低于6300万元、7900万元、9900万元和1.15亿元。

但过高的业绩承诺引来了监管部门的问询。在问询函中，深交所对《新大主宰》游戏是否“注水”提出质疑。

其实，公司对上述承诺额曾做过一次整体下调。当时公司还信誓旦旦地称：“在充分考虑游戏出版审批时间对摩奇卡卡盈利水平影响的前提下，重新修订了业绩承诺及交易对价，业绩承诺具有可实现性。”

但事实是，业绩承诺的前三年（2016年至2018年），摩奇卡卡除了第一年勉强达标，剩下两年均未达标，2018年的承诺业绩完成度仅有三成，累计未完成承诺业绩额接近7500万元。

公司最早并购的上海骏梦也在业绩承诺上食言。数据显示，上海骏梦在2014年实现承诺后，随后的承诺期内（2015年至2017年）均不达标，累计未完成承诺业绩额约7000万元。

可以说，盲目并购切入游戏产业的溃败直接导致了公司业绩的变脸。财报显示，公司2018年、2017年分别实现净利润5799.4万元、-1.71亿元，扣非净利润分别为-2.99亿元、-3.27亿元，扣非净利润连续两年亏损。

并购的资产最后都完成不了业绩承诺，很难不让人质疑公司当初跨界并购的能力与动机。

答案或藏在K线图中。2015年10月21日，躲过市场集中震荡后，公司携一份与春秋时代的重组方案复牌，在随后的15个交易日内狂揽10个涨停。在2017年1月公司宣布收购摩奇卡卡过户完成后的几周内（2月中旬至3月初），公司股票的区域涨幅达

到50%。

追逐热点的主业变迁

从4G到游戏，再到5G，“追热点式”的主业变迁是富春股份上市以来最大的经营特征，由此引发了数次动机不纯的烂尾并购。

纵观富春股份上市以来的作为，“追热点式”的主业变迁是其最大的经营特征。

即便背靠移动、联通、电信三大运营商客户，但2012年创业板上市后业绩便开始下滑的通信老兵富春股份，在还未尝试触碰游戏之前，曾希望借助布局4G项目实现翻身。

之所以定义为翻身，是因为公司在上市当年便出现业绩大滑坡。

2012年年报显示，公司的净利润和扣非净利润均下滑逾40%，2013年也是如此。2014年业绩扭亏则主要靠的是并购同行北京通畅100%股权并表。

作为一家靠深耕第三方通信网络建设技术服务的提供商，特别是乘着当年4G的东风，公司在上市之初就被寄予厚望，而公司当时也的确希望在4G领域有所建树。可现实却是，通过并购同行布局4G，虽然营收规模得到提升，但砸完钱后，外界期待的利润释放一直没能兑现。

通信主业摇摆之际，公司转而追逐当时的市场最热点——游戏产业。财报显示，玩起“游戏”后，公司净利润增幅从2015年的近4倍下滑至2016年的50%左右，2017年净利润和扣非净利润更是因标的游戏公司承诺业绩不达标出现崩塌。

在游戏逻辑被“证伪”后，有着“4G基因”的富春股份开始筹谋为自己贴上“5G概念股”的标签。

公司2018年7月发布的公告显示，公司拟以现金方式收购鸿达电子51%股权。鸿达电子具备国家颁发的通信建设行业一级总承包资质及系列配套专业资质，业务范围覆盖运营商及政府等行业客户。

三个月后，公司主动终止与鸿达电子的交易，改为与其建立全面的战略合作关系。至于究竟达成何种全面合作，公司的口径却是，“具体合作内容尚需进一步协商确定”，且至今未有明确披露。

此外，查阅公司2017年、2018年年报，其中关于5G业务的具体进展“惜字如金”

，也未列示出相应的具体数据。而且，从互动易网站的披露来看，公司回复投资者有关5G业务的提问也几乎都是含糊其辞。

耐人寻味的是，在4G项目上难言成功，且5G业务好似“雾里看花”的富春股份，在2019年业务规划中，仍表示将贯彻“通信信息+移动游戏”双主业驱动发展战略。但从公司目前的业务现状来看，仍然只是一家经营暗淡的游戏公司。

变更主业，追逐热点，是公司股价有被爆炒的理由。

如2018年与鸿达电子重组的失败，虽然让公司离5G渐行渐远，但因成功蹭上5G热点，股价屡获涨停。去年11月开始，5G概念股遭遇爆炒，公司在当月9日、12日、13日均收获涨停，随后的27、28日又是两连板。今年初至今更是涨停频现，4月16日至18日，公司股价强势三连板；6月5日至11日，受工信部正式发放5G商用牌照消息刺激，4个交易日3个涨停板。

2019年，在成功保壳后，富春股份还将向哪些更热门的领域“转型”？