

# 高盛主导的IPO财务操纵分析： 从西部矿业到海普瑞

■ 赵景文 孟俊龙

从金融衍生品到火线入股，从当初的中航油、深南电到如今的西部矿业、海普瑞，尽管手段不一、形式不一，但高盛在中国的行动都赚得暴利。高盛暴利不仅损害了我国投资者、企业家的利益，更造成了国有资产的流失。因此，有必要对高盛的获利加以识别、总结。

从西部矿业到海普瑞，有一个共同特点就是高盛入股的成本低、限售期短、收益高。西部矿业和海普瑞的招股说明书中都提到，其他发起者大多持有股份为36个月，高盛持有股份的限售期却仅为12个月。高盛于2006年7月以3元/股购入东风实业公司所持西部矿业3 205万股，占西部矿业股份的10%。而另一家被高盛参股的公司——海普瑞，2007年高盛仅以491.76万美元，折合人民币3688.23万元购入其12.5%的股份，每股成本3.28元。高盛参股后，被参股公司一般在上市前通过扩股送股、派现分红使得高盛每股成本不断降低，提早收回投资成本。西部矿业在2006年通过每10股转送50股、派送现金股利3亿元的方案，使得高盛在西部矿业上市前收回投资3 000万元，持股成本降到0.35元/股。海普瑞上市前共分配现金股利5 200万元，分配股票股利27 000万元，高盛获得650万元现金，上市前每股成本降为0.675元。上市后，根据其2010年年度分配方案，高盛共获得9 000万元现金股利，持有股份9 000万股，已经收回初始投资，每股成本降到-0.66元/股。

## 一、西部矿业——盈余管理手段隐蔽

高盛于2006年入股西部矿业，当时恰逢国际国内大宗金属价格狂涨阶段，而西部矿业2007年上市，又正值金属价格涨至顶点。高盛的高明之外就在于一方面选对了时机，另一方面对财务数据进行了操作。

### 1. 上市前销售收入、净利润突飞猛进

西部矿业上市前三年（2004年、2005年、2006年）营业收入分别为18.45亿元、46.16亿元、82.21亿元，2005年、2006年营业收入增长率为150.23%、78.11%。净利润分别为3.04亿元、5.22亿元、16亿元，增长率为71.52%、206.67%。其年报显示，造成上述高速增长的原因有三点：销售价格的增长、成本的降低、企业并购。国内和国际主要金属铜、铝、铅、锌价格自2004年起一路上涨，至2006年下半年涨至高点下滑，平均涨幅两倍有余。年报中还提到，2005年销售收入的增加一方面是由于价格的普遍上涨，另一方面是由于2005年年初并购了百河矿业。百河矿业原本系西部矿业集团全资所属的子公司，2005年年初西部矿业股份有限公司收购百河矿业91%的股份，将其纳入合并报表。在西部矿业2005年营业收入中，百河矿业贡献了约40%的销售收入。若剔除百河矿业贡献因素，西部矿业2005年营业收入增长

率为50%，如果其他费用比率不变，则营业利润增长率仅为0.2%，净利润增长率仅为2.9%。

西部矿业在2006年营业收入取得78.11%的增长，营业利润增长率达到216.14%，每股收益更是达到4.8元，是2005年的3倍左右。不过仔细分析财务报表就会发现，造成每股收益如此之高的主要原因在于营业利润，而造成营业利润2倍增幅的因素有两个：①营业收入的增长。2006年营业收入比2005年营业收入增加78%左右，主要是销量和价格的增长所致；②营业利润率的提高。受国内金属价格上涨的影响，西部矿业的营业收入增幅较快，存货价值上涨较大。2004年、2005年、2006年存货价值分别为0.7亿元、6.3亿元、11.8亿元。令人奇怪的是，在存货价值不断提升的同时，2006年的营业成本率（64.51%）竟然比2005年（74.13%）下降接近10%，由此造成2006年的营业利润率为24.71%，几乎是2005年的2倍（2005年为13.92%）。笔者将2006年营业利润增长率分解如下： $216.14\% = 1.7811 \times 24.71\% / 13.92\% - 1$ ，可见，2006年营业成本的突然下降是导致净利润大幅上升的主要原因。其增长的可持续性值得怀疑。

### 2. 上市后业绩大变脸

西部矿业自2007年上市后，与前三年相比，业绩出现大幅下滑。2007年营业收入增长率5.93%，同比下降72.18%；毛利增长率、净利润增长率分别为8.21%、

14.91%，同比下降136.15%、191.76%。自2008年开始，业绩一蹶不振，净利润不到2007年的三分之一；此后一直到2010年，净利润仅仅是2007年的55%左右。

2008年以后毛利率的突然下滑是导致此后三年净利率持续低迷的原因，而毛利率的下滑是因为主营业务成本的激增。2008年在营业收入44.89%增长的前提下，营业成本增长99.89%；相比于上市前营业成本率平均水平68.04%，上市后2008年、2009年、2010年营业成本率高达88.45%。

营业成本在上市前后何以出现如此巨大的反差？西部矿业的主营业务主要包括三个部分：矿山采矿、金属冶炼以及金属贸易业务。矿山采矿业务由于其采矿成本低，而销售价格主要参照国内主要金属市场价格，利润丰厚，在国际重金属价格一路飙升的2004~2007年，毛利率平均在74.40%。2008年金融危机，主要金属价格下挫，但奇怪的是，西部矿业并没有公布其采矿业务的毛利率等具体信息。金属冶炼业务、金属贸易业务毛利率非常低，金属冶炼业务2004~2007年毛利率平均只有3.04%，金属贸易业务2004~2009年平均毛利率仅为2.70%。

上市前西部矿业高毛利率的原因在于其矿山采矿业务占比很大，2004年、2005年、2006年分别占比52.28%、31.37%、39.24%，其比重的变化直接影

响着当年毛利率的变化。然而，自2005年起合并百河铝业、成立西部矿业（香港）有限公司后，其金属冶炼、金属贸易业务所占比重逐年扩大。上市后，随着冶炼业务及贸易业务比重不断扩大，其毛利率不断下降。

令人不解的是，对于利润率最高的矿山业务，为何公司不扩大其发展空间，反而不断增重毛利率极低甚至是亏损的冶炼和贸易业务？在其上市后的年报中，也未单独披露矿山业务和冶炼业务，而是将两者合并披露。而且，对于比重不断增大的贸易业务，公司披露甚少。事实上，西部矿业招股说明书表明，西部矿业（香港）有限公司是西部矿业于2005年设立的子公司，注册资本为1万港币，总投资100万美元，全部为现金投资，主营业务为矿产品贸易、矿业投资。

尽管西部矿业在其年报中并未披露与西部矿业（香港）有限公司的交易，但是，一种合理的解释是，不排除西部矿业在上市前将产品销售给西部矿业（香港）公司的可能，以确认收入，压低成本。而在上市后西部矿业（香港）公司逐渐将累积的成本释放，以致毛利率突降，最终上市前后业绩大变脸。

## 二、海普瑞——如何缔造“神话”

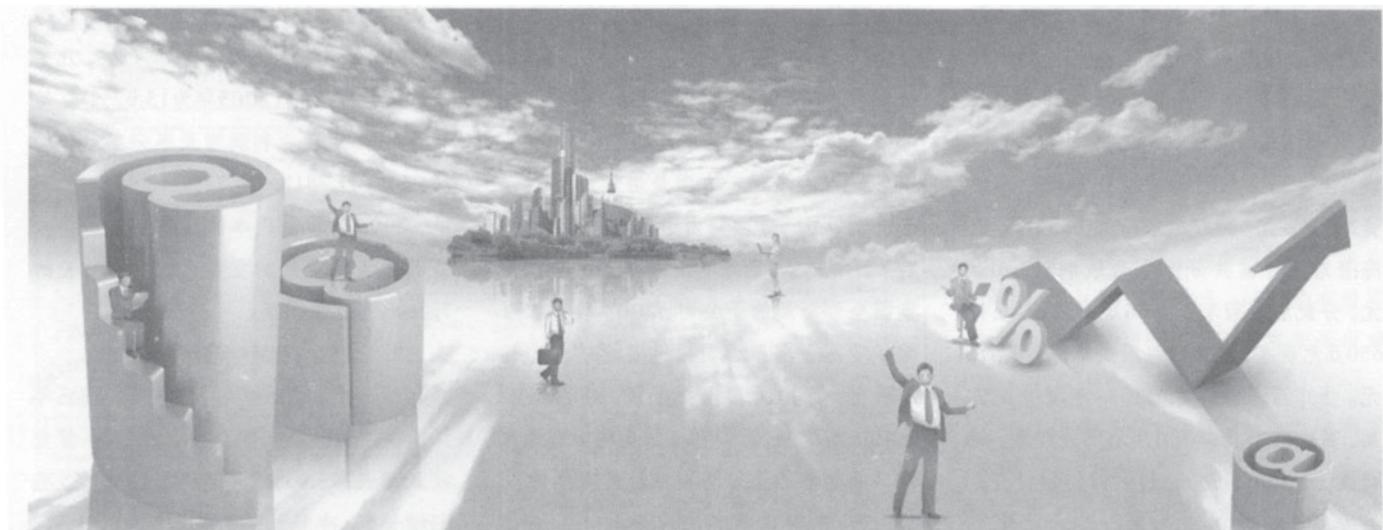
### 1. 销售收入、净利润大幅增加——

#### “裙带”销售

根据海普瑞上市前三年（2007~2009年）公布的财务报告显示，这三年销售收入分别为2.99亿元、4.35亿元、22.24亿元，2008年、2009年销售收入增长率分别为45.37%、411.03%。三年净利润分别为0.68亿元、1.61亿元、8.09亿元，2008年、2009年增长率为136.78%、401.3%。与此同时，毛利率呈先升后降趋势，为34.78%、56.16%、48.27%。其主要原因为原材料价格上升导致销售成本上升。

销售收入、净利润何以出现如此高速增长？从海普瑞公布的财务数据及招股说明书可以发现，三年来其应收账款增长率明显小于销售收入增长率；账龄绝大部分在一年之内；应收账款占销售收入比例逐年降低；与关联方交易占比很小；销售收入现金流入增长率与销售收入增长率无显著差异，公司管理层似乎没有粉饰报表的行为。

我国肝素类产品出口价格自2007年开始显著上升，由此带动海普瑞销售收入大幅增加。但是，销售额增长的背后还有高盛的影子。2007年高盛入股海普瑞后，2008年发生了两件事情：一是2008年年初墨西哥爆发大规模猪甲型H1N1流感疫情，美国商务部禁止从墨西哥进口生猪及其制品，导致美国肝素钠供应源减少；二是海普瑞在其招股说明书中多次提到的“百特事件”使得其事件主角SPL公司



的原料供应商——常州凯普——海普瑞的竞争对手失去了市场。稍后，APP公司（American Pharmaceutical Partners, Inc.）成为美国大剂量标准肝素制剂市场的唯一生产商和供应商。而作为APP公司的财务顾问，高盛与其渊源颇深。在高盛的运作下，海普瑞在其招股说明书中声称，其是美国APP公司肝素钠原料药的独家供应商。2008年海普瑞对APP公司平均销售价格较2007年上涨约110.88%，APP公司成为海普瑞最大的客户，其销售收入占总销售收入的64.44%。

### 2. 误导性陈述

海普瑞在其招股说明书中多次提到“本公司同时取得了美国FDA认证和欧盟CEP认证，而且是国内唯一一家取得美国FDA认证的肝素原料药生产企业”。此“唯一”与“认证”明显夸大了公司的竞争实力。首先，对于“认证”存在理解偏差。美国FDA发言人表示，FDA不对任何企业进行认证，准确地说，是美国FDA认可、许可海普瑞生产的产品进入美国市场，本身不代表一个认证资格。其次，“唯一”也与事实不符。山东烟台东诚生化股份有限公司也称自己获得了美国FDA认证，此事在中国生化制药工业协会官方网站有记载。严格地说，海普瑞的行为违反了《证券法》第六十三条规定：发行人、上市公司依法披露信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

另外，由于肝素结构复杂，在海普瑞招股说明书公布之前，尚未能人工合成，一般是从满足一定标准的生猪小肠中提取。中国具有全球最大的生猪养殖量和屠宰量，其肝素原料的供给理论上来说是世界第一的，但是由于中国生猪养殖业比较分散，生猪小肠利用率明显偏低，其在未来仍然具有很大的发展空间。海普瑞在招股说明书中提到，公司面临的主要风险之一是人工合成技术替代现有技术的风险。且公司根据上世纪80年代末美国的《Science》和英国的《Nature》的

相关文章预测肝素在未来五十年甚至更长的时间内是无法人工化学合成的。但事实上，就在海普瑞上市后两个月，山德士（San-do）制药公司关于依诺肝素钠注射剂的简化新药申请就通过了FDA的上市批准。作为公司第三大股东的高盛，其在美国不可能不知晓人工合成肝素的进展过程，但却仍然在招股说明书中作出上述陈述，严重误导了投资者。

### 3. 夸大其词——FDA效应

根据海普瑞招股说明书，海普瑞所处行业为“医药制造类”大类下的“C271化学药品原药制造业”。准确地说，海普瑞其实是一家向医药制造企业提供具有一定标准和规格原料的厂商。2007~2009年三年间公司无形资产平均占总资产的0.5%，说明其本身并没有太大的研发能力和专利。然而，海普瑞在其招股说明书中一再表明其在国内是唯一通过美国FDA认证和欧盟CEP认证的原料药生产企业，并表明目前需求市场旺盛，产品供不应求。欧洲生产规模趋于饱和，FDA及CEP标准产品未来发展空间巨大。海普瑞2009年销售收入增长率甚至达到411.03%，净利润增长率达到401.3%。招股说明书中如此描述行业前景：“总而言之，肝素类药物的市场需求持续高速增长，将直接拉动肝素原料药的市场需求，肝素原料药行业具有良好的发展前景。”

然而，只要粗略分析收入构成就不难发现，构成销售收入大幅增加的主要原因不是公司引以为傲的FDA产品或者CEP产品，反而是不需要认证的标准肝素钠制品。海普瑞从2008年开始就停止生产CEP产品，而FDA产品除了2008年，其销售收入占比、销量占比平均仅为20.55%、24.69%。在2010年年报中，FDA产品仅仅贡献了12.44%的收入，收入贡献最大的是无需认证的标准肝素钠制品。这样的事实，使得海普瑞在行业中并没有独特的竞争力，其广阔的发展空间值得怀疑。

## 三、结论及建议

被参股公司上市前后强烈的业绩反差、高盛的超额回报及市场投资者的亏损都反映了我国证券市场的不健全和投资者的非理性。海普瑞发行价何以达到148元之高？这其中也有研究机构推波助澜的因素。在海普瑞上市后，一些研究机构纷纷给出“买进”的评级，并冠以“产销量居全球第一，产品质量全球第一，树立行业标准”、“质量制胜的全球肝素原料药龙头”、“肝素原料药的世界工厂”等称号，研究机构是否认真进行调研值得怀疑。

当然，一个巴掌拍不响。高盛的暴利同时也反映了我国证券市场的不完善，我们需要反思并寻找改善途径。笔者认为，在IPO定价方面，应加强询价机构的议价能力、提高其议价地位；有关部门和机构应该加强对即将上市公司出具的财务数据及报表的审查。另外，机构投资者、研究机构也应尽量摆脱高盛的神圣光环，更加公正、客观地分析评价被参股公司。

[本文受教育部人文社科项目“两税合并、上市公司盈余管理及其经济后果研究”09YJC630138]资助]

（作者单位：厦门大学管理学院）

责任编辑 刘莹

### 参考文献：

1. 黄世忠. 2006. 上市公司报表粉饰新动向：手段、案例与启示. 财会通讯, 01
2. 张晓东. 2011. 《起诉高盛——中国企业直面金融欺诈》. 中国经济出版社
3. Krishna G. Palepu Paul M. Healy Victor L. Bernard. 2004. 《Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements》. 中信出版社
4. 魏明海. 2000. 盈余管理基本理论及其研究述评. 会计研究, 09