

2.2.3 预警业绩变化-增速拐点二

今天第18期内容是【预警业绩变化】中的第三讲【增速拐点二】。

本周内容分享的主题在业绩增速方面，前两节课介绍了增速的意义和增速变好甚至越来越好的案例，这次课程就来通过几个并购和激励的案例看看【增速拐点向下】的情况。

一旦涉及并购，那么这家公司的历史业绩应该怎么看待，如何去比较？另外，我们从业绩公告（预告快报、定期报告）中得到这些板上钉钉的数据，还会有变化吗？

这里的陷阱不少，我们来逐个挖掘一下：

1. 【小甜甜变牛夫人】

不论是否是上市公司，并购其他公司都是一件大事，而上市公司的二级市场身份为我们查找这些并购的信息提供了极大的便利。从各类并购报告书中我们可以一探【并购】到底是怎么回事，信息透明度要远大于那些非上市公司。

洋洋撒撒几百页的并购报告书，页数甚至比定期报告还多，信息量同样够分量。上周的课程中教会了大家如何从中找承诺业绩，但这些只针对民企企业。今天我们来看一个国资企业——中联重科（000157）的案例。

这家公司主要的产品为工程机械，大家平常路边看到的铺路搭桥盖房子，都需要这一行业的支持，所以这一行业的发展和基建、房地产的相关程度很高，而房地产又和经济周期紧密相连，所以工程机械从本质上看也是一个周期股。

这家公司的独特之处在于很喜欢做并购，2011年上市以来大小并购几十起，这其中有拓展原业务的，还有去做其他行业机械的（农业、环保等）。其中尤以2008年收购意大利的混凝土机械设备龙头CIFA最为亮眼。可惜亮眼的不是业绩表现，而是被坑的惨状：

我们从2008年6月的并购草案中（公告关键字搜“购”字），得知中联重科的这一计划。中联重科一开始用26亿买了CIFA60%的股份，当时由于政策限制，

海外并购极其复杂，审批也很困难，远不如近几年海航万达疯狂在世界上买买买来的舒坦（然后被迅速扑灭了）。

有困难就解决困难，中联重科设计了一套复杂的股权结构，创国内先河，通过子公司控股子公司，嵌套四层的方法掌握了CIFA60%的股份。后来在2013年又买了剩下40%。

并购手法不是内容重点，就此按下不表，我们继续来看并购里怎么找到被购买方的业绩。每家被并购的公司经营状况，可以看这一部分的内容：

第三章 交易对方基本情况.....	23
一、交易对方的基本情况.....	23
二、其他说明.....	25
第四章 交易标的基本情况.....	26
一、CIFA 的基本情况.....	26
二、CIFA 的权属状况和主要负债.....	27
三、CIFA 的主要财务指标.....	27
四、CIFA 主营业务的具体情况.....	28
第五章 本次交易合同的主要内容.....	33
一、合同主体、签订时间.....	33

“基本情况”就是介绍一下这公司干什么的，内容和年报里看到的经营状况差不多：

第四章 交易标的基本情况

一、CIFA 的基本情况

- (一) 公司名称: Compagnia Italiana Forme Acciaio S.p.A
- (二) 企业性质: 意大利股份公司 (Italian joint stock company)
- (三) 注册地: Senago, Milan (Italy), Via Stati Uniti d'America No. 2
- (四) 企业登记代码: 于意大利米兰公司登记处 No. 02693100121
- (五) 成立日期: 2001 年 12 月 20 日
- (六) 股本总额: 约 1508 万欧元
- (七) 董事长: Maurizio Ferrari
- (八) 公司主页: <http://www.cifa.com>

(九) 经营业务: 金属结构物、混凝土搅拌车和泵车、专用汽车、金属模具、起重设备、拖拉机、隧道建设系统的工业设计、生产、贸易和组装; 机动车贸易以及混凝土运输和使用系统和机器的一般性生产和贸易; 以及与上述产品的进出口有关的任何活动。

后边还有产品的图片, 让大家对公司业务有个初步认识。然后就是交易标的历史经营状况:

单位：百万欧元

科 目	2007 年 12 月 31 日	2006 年 12 月 31 日
总资产	303.73	292.68

27

cninf 中国证监会指定信息披露网站 巨潮资讯网 <http://www.cninfo.com.cn>

科 目	2007 年 12 月 31 日	2006 年 12 月 31 日
总负债	251.24	249.17
净资产	52.49	43.52
归属于母公司的净资产	52.06	43.08
科 目	2007 年度	2006 年 9-12 月
销售收入	303.95	88.25
净利润	8.70	-1.09
归属于母公司的净利润	8.72	-1.10

再后边还有行业发展历史和未来展望，既然都决定要买了，肯定得夸一通这个行业未来如何美好，我们管理层的眼光如何独到等等。

到了同年9月的并购修订稿中，还对被收购方的未来业绩做出了预测：

（四）本次收购 CIFA 的投资回报率分析

1、CIFA 未来净利润估算分析

在对 CIFA 尽职调查的基础上，公司结合行业的发展趋势、CIFA 现状以及公司收购 CIFA 后对 CIFA 的业务定位以及公司对 CIFA 的协同效应等考虑因素

68

进行分析估算，预计 2008 年至 2012 年 CIFA 产生的净利润分别为 25119 万元、29696 万元、37800 万元、44256 万元和 51746 万元，环比分别增长 40.4%、18.2%、27.3%、17%和 16.9%；净利率分别为 7.25%、7.14%、8.04%、8.7%和 9.4%。

上述估算主要基于以下分析和基本假设：

看起来都很美好，未来每年好几亿的净利润啊！当年买回来的时候确实是当作“小甜甜”娶回家的，但后来的状况就很难堪了，变成了实实在在的“牛夫人”。

由于股权嵌套十分复杂，计算CIFA历年的净利润具体过程略过，结果是只有2008、2011和2013年的微盈几千万人民币，其余年份全亏。盈利时没见过亿的数字，亏损的2009、2010、2014年倒是亏的过亿了。

恰好2008年和2013年盈利的时候，正好也是中联重科两次收购CIFA股权的年份，这个购买节奏踩得太“准”了。

CIFA业绩不如预期，这里有全球经济放缓的影响，但足见并购的业绩预测，不准的时候能有多不准。

另一个流行并购的行业，就是这几年的文化传媒行业，延展开来的话，包括文字阅读、视频动漫、游戏等等。这些产业正处于工业化初期，所以小工作室、小作坊带火一个上千万上亿规模的IP版权非常常见。

这一行业的上市公司，偏爱买这些小工作室，但问题是，一个IP的生命周期太短了。收购的时候一定是最火的时候，但也有可能半年一年就盛极而衰了，被新的IP完全覆盖。谁还想得起来网易曾经的爆款《阴阳师》呢？现在可是全民吃鸡的时代了。

A股有一家掌趣科技（300315），做的就是移动游戏的生意，这几年不断收购各类游戏传媒公司，购买时有【业绩承诺（对赌协议）】，业绩不够，被收购方的股东就得赔钱。这些业绩对赌是否达标了，各位可以搜公告关键字“业绩”，来不断跟踪最新情况。

比如这份公告中就说明了对赌协议里的承诺业绩，每年要多少亿的利润才可以，当然这些信息在当初的并购报告里也有：

北京掌趣科技股份有限公司

关于北京天马时空网络技术有限公司

2017 年度业绩承诺实现情况的说明

北京掌趣科技股份有限公司(以下简称“公司”)向刘惠城等发行股份及支付现金并募集配套资金购买北京天马时空网络技术有限公司（以下简称“天马时空”）80%的股权。上述重大资产重组时所作业绩承诺 2017 年度实际完成情况说明如下：

一、天马时空的盈利承诺情况

根据天马时空交易对方与掌趣科技签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》，天马时空交易对方刘惠城、邱祖光、李少明、杜海、天马合力、金星投资承诺天马时空 2015 年、2016 年、2017 年实现的净利润（合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润）分别不低于 2.11 亿元、2.59 亿元、3.30 亿元。

后面说明了未达标：

三、天马时空 2017 年度业绩承诺完成情况

根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的大华核字[2018]002527 号《审核报告》，天马时空 2015-2017 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润列示如下：

金额单位：万元

项目	扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润
2015-2017 年累计承诺数	80,000.00
其中：2015 年度	21,100.00
2016 年度	25,900.00
2017 年度	33,000.00
2015-2017 年累计实际完成数	78,292.99
其中：2015 年度	26,355.37
2016 年度	26,284.45
2017 年度	25,653.17
2015-2017 年累计实现率	97.87%

四、标的资产未完成承诺的原因

天马时空未能实现 2017 年度业绩承诺，其主要原因为天马时空研发的新游戏产品受市场竞争、研发因素、推广计划等因素影响，新游戏产品上线时间有所推迟所致。

当然原因不用提也知道，别人的爆款把我们的用户抢走了。再后边是未达标的惩罚：

五、关于业绩承诺未实现的补偿

按照《发行股份及支付现金购买资产协议》（天马时空 80%股权交易）约定的补偿规则，各方具体的补偿方式及金额如下：

2

补偿义务人	业绩补偿			
	天马时空 80%股权交易			
	以未获付现金对价补偿（元）	以自有现金补偿（元）	股份补偿（股）	返还现金股利（元）
刘惠城	21,128,915.65	-	508,671	18,312.16
邱祖光	16,859,099.25	-	-	-
李少明	1,215,024.84	-	-	-
杜海	1,215,024.84	-	-	-
天马合力	3,366,214.80	-	-	-
金星投资	7,479,446.44	-	-	-
合计	51,263,725.82	-	508,671	18,312.16

未达标的话，对赌协议里被收购方的股东，要补偿给收购方一定金额。这些金额，先从并购时给被收购方股东的现金里扣，不够的话再扣支付的股份，还有这些股东持有股份时收到的分红，这些扣完如果还没补偿完，那这些股东就得自己掏钱继续补偿。

但在现实的世界中，虽然是有补偿。但是业绩承诺一旦完不成的话，上市公司其实还是很受伤的。一是补偿并不一定收的回来。二是即使收到了补偿，但因为溢价收购形成了【商誉】，如果没达成业绩的话一般就要计提商誉减值，这样也会严重影响公司的净利润。【商誉】这块的内容比较复杂，我们留待2斗财务分析的模块中再跟大家详说。

这里找了一个未达标的例子，也有达标的，但这些业绩通常不可持续，公司要不断的买爆款、买未来的爆款，去提高业绩。这就不像制造业，苹果手机越卖越多，上游制造商都受益，业绩可以有一个大致的预期；但一家公司出了爆款的文化作品，下一个爆款真的无法预计何时能到来了。

2. 【听其言，观其行】

上周除了提到并购，还提到了另一种“预知”未来业绩的方法——【股权激励】。很多上市公司的管理层和员工，为了能拿到激励的奖励，都会找一个业绩低一点基准年份，以便实现未来的考核目标。但是纵然如此，还是有没实现的情况：

我们以哈药股份（600664）为例，这个品牌大家可能都听说过，“哈药六厂”的广告铺天盖地，营销做得是一把好手。公司在2016年9月抛出一份激励计划（公告搜索时“激励”关键字）：

（1）首次授予的限制性股票解锁安排如下表所示：

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	2016年净资产收益率不低于7%，主营业务收入占营业收入的比重不低于90%；以2014年净利润值为基数，2016年净利润增长率不低于200%且不低于同行业对标企业75分位值；
第二个解锁期	2017年净资产收益率不低于9%，主营业务收入占营业收入的比重不低于90%；以2014年净利润值为基数，2017年净利润增长率不低于350%且不低于同行业对标企业75分位值；
第三个解锁期	2018年净资产收益率不低于11%；主营业务收入占营业收入的比重不低于90%；以2014年净利润值为基数，2018年净利润增长率不低于550%且不低于同行业对标企业75分位值。

特意用的是净利润较低的2014年作为基数：

×

哈药股份(600664)

⋮

 九斗
Jiudou.com

🔍

请输入您要查询的股票名称或代码

哈药股份 (600664)

1.90

0.61%



★★★★★★★★九斗关注

VIP

技术面
50基本面
69资金面
75消息面
0

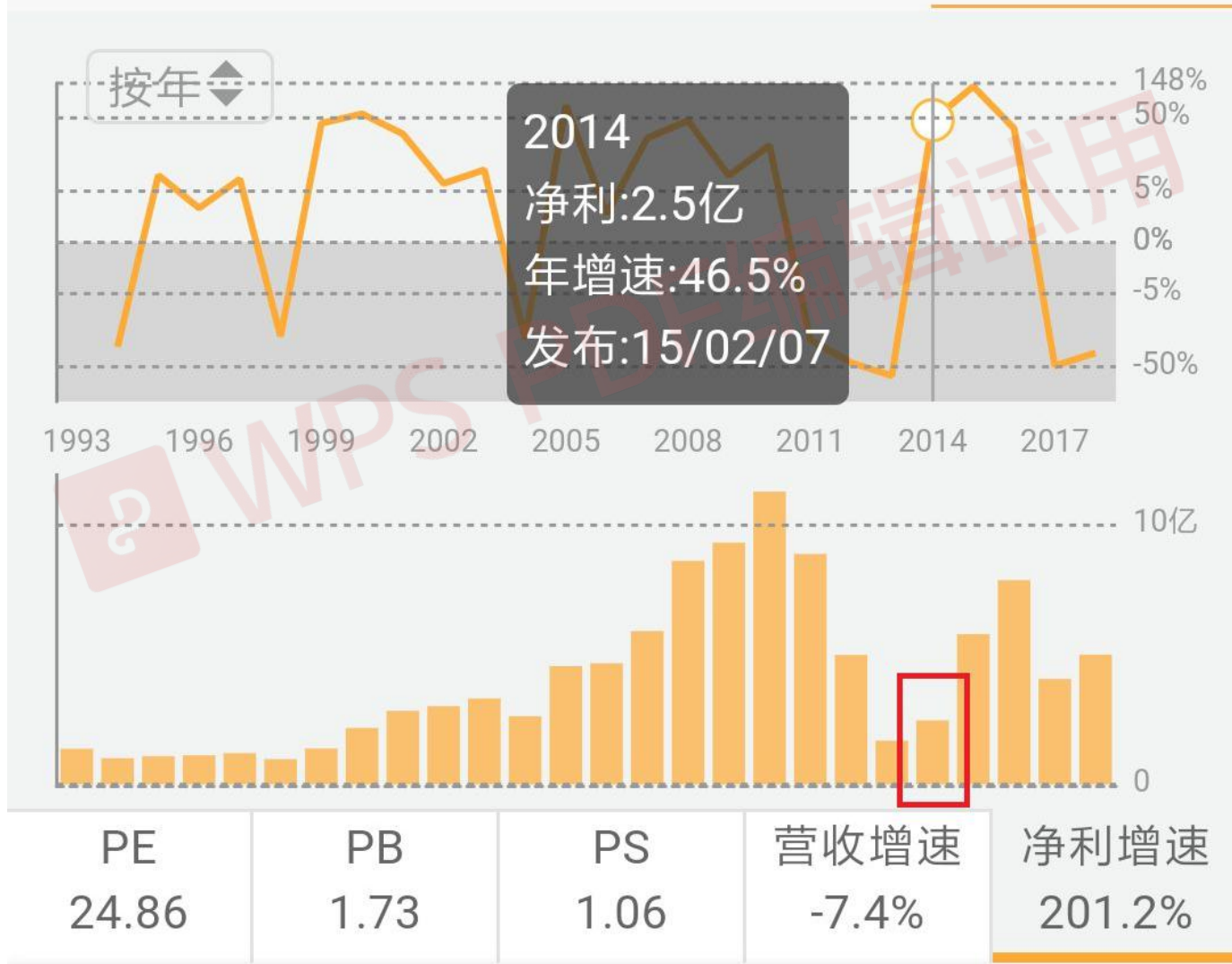
2018Q1 净利润: 1.40亿, 同比增速: 201.22%

一年

三年

五年

全部



图里红圈的净利润为归母净利润, 但业绩考核指标为归母“扣非”净利润。2014年前者是2.5亿, 后者为2.3亿。这张图就是展现一下2014年的利润并不高。

2016年归母扣非净利润7.1亿勉强达标, 到了2017年, 考核指标为2.3*(1+350%)=10.35亿, 但实际上2017年哈药只完成了2.9亿, 相差太远了。如果

再看2018年的目标，就要达到将近15亿的归母扣非净利润，这与现实差距越来越大了。

如果是当年因为这个激励计划选择哈药的投资者，真的是没地方哭了。为了挽救业绩，哈药最近有了大计划，要跨境收购全球最大健康营养产品零售商GNC，没准能把考核业绩的大洞补上。

这个手法我们之前也提到过，激励计划的指标快达不到，内生增长不够，就外延并购把业绩拉上去，但是外购的话原股东的权益是会被稀释的，套路满满啊。更多的案例，我们将在2斗展开讲述。

3.【白纸黑字？】

股民盯着业绩预告快报的发布，追踪最新业绩，等消息一放出，如果符合自己的预期，肯定是心满意足。但别高兴的太早，白纸黑字的公告，公司还能做“修正”。

上期我们提到的坚瑞沃能（300116）就是个典型的【业绩修正】“炸雷”例子。2018年1月30日，坚瑞沃能发布了2017年全年净利润预告：

一、本期业绩预计情况

1、业绩预告期间：2017 年 1 月 1 日—2017 年 12 月 31 日

2、预计的业绩：☐ 亏损 ☐ 扭亏为盈 ☒ 同向上升 ☐ 同向下降

项目	本报告期	上年同期
归属于上市公司股东的净利润	比上年同期增长：17.52% - 46.90%	盈利： 42,545.72 万元
	盈利： 50,000.00 万元–62,500.00 万元	

股东感觉挺高兴，但当时坚瑞还在停牌中，股价还没什么表现。2018年2月27日，又发了一份数字更准确的业绩快报，同比增速23%，这业绩肯定稳了：

一、2017 年度主要财务数据和指标

单位：元

项目	本报告期	上年同期	增减变动幅度（%）
营业总收入	10,181,000,469.55	3,819,601,315.01	166.55%
营业利润	713,121,991.53	519,163,753.38	37.36%
利润总额	731,744,164.19	557,566,671.39	31.24%
归属于上市公司股东的净利润	522,071,258.90	425,457,155.29	22.71%
基本每股收益（元）	0.2146	0.2879	-25.46%
加权平均净资产收益率	6.45	12.81	-6.36
	本报告期末	本报告期初	增减变动幅度（%）
总资产	35,761,960,796.27	20,901,514,215.88	71.10%
归属于上市公司股东的所有者权益	8,355,657,743.76	7,835,317,360.14	6.64%
股本	2,432,524,564.00	1,216,262,282.00	100.00%
归属于上市公司股东的每股净资产（元）	3.43	6.44	-46.74%

甚至到了4月9日，都把2018年一季度的预告出了，不过变成亏损3个多亿了，事情有些不对头了，后边的变动解释是订单减少导致收入大幅下降，股票此时已经复牌，主营新能源产品的坚瑞，由于新能源汽车政策收紧，整个新能源产业链都受到波及，股价开始跌停之旅：

一、本期业绩预计情况

1、业绩预告期间：2018 年 1 月 1 日—2018 年 3 月 31 日

2、预计的业绩：■ 亏损 □ 扭亏为盈 □ 同向上升 □ 同向下降

项 目	本报告期	上年同期
归属于上市公司股东的净利润	亏损：31,700.00 万元-32,200.00 万元	盈利：25,359.78 万元

等到了4月20日，居然把2017年的业绩快报做了更改（公告搜索关键字“修正”）：

一、修正前后的主要财务数据和指标

	本报告期		上年同期	修正后的 增减变动 幅度（%）
	修正前	修正后		
营业总收入	10,181,000,469.55	9,659,611,266.50	3,819,601,315.01	152.90%
营业利润	713,121,991.53	-3,641,632,096.04	519,163,753.38	-801.44%
利润总额	731,744,164.19	-3,664,182,972.64	557,566,671.39	-757.17%
归属于上市公司股东的净利润	522,071,258.90	-3,689,472,345.33	425,457,155.29	-967.18%
基本每股收益（元）	0.2146	-1.5167	0.2879	-626.82%
加权平均净资产收益率	6.45	-61.60	12.81	-74.41

全年巨亏近37亿！修正原因和行业在整体不景气有很大关系，把当年溢价收购沃特玛这个新能源电池公司产生的商誉，减去了很多：

2017年度业绩快报修正主要原因为：

（1）受国家新能源产业政策补贴调整、子公司沃特玛业务扩张增速过快、应收账款回款较慢，资金链紧张等综合因素的影响，造成子公司沃特玛净利润未达预期。经评估师初步测算，子公司沃特玛2017年度实现的净利润未达到盈利预测值，后续未来盈利预估与预期也会存在较大差异，收购沃特玛产生的商誉存在较大减值迹象，基于谨慎性原则，为更加真实、准确地反映公司截止 2017 年 12 月 31 日的资产状况和财务状况，公司对收购深圳市沃特玛电池有限公司时所形成的商誉计提了全额减值。

（2）综合公司应收款项的回收情况，公司采纳了会计师的建议，制定了更为严苛的会计政策，对公司子公司深圳市沃特玛电池有限公司及其子公司原未计提坏账准备的应收票据、长期应收款等补充计提了坏账准备，调增了坏账准备的

最后还有一段董事会致歉，但无事于补，快速发展的行业，获利巨大，风险同样不小。

看看其股价表现，连续跌停之后，又再腰斩。再次提醒大家，遇到此类股票，千万别心存侥幸心理，盲目安慰自己，该止损时要果断。

【知识延伸：历史故事】

在民营上市公司进行并购的时候，如果是增发股份筹集资金去买资产，老股东的占股比受到稀释，所以被收购方总要做出一些业绩承诺，否则就要赔钱或者赔上市公司的股份，对并购双方做了一些制约，这份制约的材料就叫做对赌协议。

“对赌”这个词汇本身来源于一级市场，国内的法律监管比较模糊，毕竟一级市场融资不易，大家以后都要在这这个圈子里混，有一份君子协议进行约束就好。但在2012年底，中国发生了因业绩未达标产生纠纷的“对赌第一案”，当事双方海富公司和甘肃世恒，后者业绩不及对赌协议要求，但没有给赔偿，海富就把此事告上了法庭。

结果是法庭宣布对赌协议失效，案件内容复杂，从很多地方都有法律处理的模糊地带。其中有一个矛盾之处是如果融资方（被并购方）没有完成业绩承诺，投资方需要把给融资方的股份收回来并注销，而从公司法的角度来看，不能这么随意的注销股本。有兴趣的会员可以查“对赌第一案”了解详情。

现在我们看上市公司的很多对赌协议，都是和上市公司和个人进行业绩对赌，避免了上述矛盾的产生。

当然个人对赌风险也很大，2014年小马奔腾创始人李明离世，这一当年的明星文化公司（《武林外传》的制作单位）与建银文化产业投资基金有对赌协议。但这种公司最大的资产就是人才和圈子，创始人意外离世，公司迅速陨落，但对赌协议还有效，李明的遗孀需要还“夫妻共同债务”2亿元，令人唏嘘。

随着技术的发展，未来的各种协议合约，都可以通过区块链、智能合约这些“黑科技”进行创作和实施。但对赌背后巨大的风险，特别是个人背负着无限责任的时候，是任何技术都无法解决的难题。

【知识点总结】

1. 从一些并购、股权激励的失败案例中，注意识别这些未来业绩无法实现，从而导致业绩从正到负拐点的风险；
2. 观察公司的业绩表现，需要持续不断地追踪，有最新公告注意查看。

3. 业绩修正导致增速大幅下降，需要及时止损。

