

## 3.4 激励（下）

本期继续激励的话题。

上一期我们讲了激励是什么，激励公告怎么看以及激励中最重要的解锁业绩。本期我们将重点讲清楚以下两个问题：

1. 如何根据解锁业绩评判公司到底怎么样？
2. 如何找到这些好的激励方案？

上一讲我们说到了激励事件是投资者不可忽视的挖掘点，其中关键的信息就是业绩解锁条件。虽然业绩解锁条件有常规的，也有奇葩的，但我们关注常规的就够了。奇特的解锁条件是个例，从中发现好股的可能性不大，反倒更容易踩雷。

常规的解锁条件多以某一年的净利润或者营业收入为基础，看之后的三年或者四年的净利润增速或者数额是否达到约定的目标。公司业绩达到了目标，那么高管就能解锁这些激励。

公司制定激励计划是为了与高管实现共赢，公司为了让高管为公司更卖命，用内部价激励他们，同时，高管为了真正让手中的股票实现解锁，也会努力帮公司达到业绩目标。

所以，股票期权激励和限制性股票激励是内部人透露对未来三年业绩的一次性“誓师”。

对于制定该激励计划的内部人而言，因为这事关其本身切实的利益（往往还不小），若达不到解锁业绩，<< 调整字号人优惠价拿到股票。所以当然都会制定一个基于公司非常靠谱的解锁条件。大股东知道得最多，但公司的明天主要靠被打鸡血的员工干出来。如果员工众志成城，那实现业绩的可能性就大得多了。

这对于懒于做各种行业，公司业务研究的投资者而言，未来解锁业绩增速就相当于最了解公司的人给了一份相对最准确的业绩增速预

期！

通过激励业绩选好股，方法如下（以最为标准的三年解锁为例）：

第一步：计算复合增速；

根据三年解锁业绩，用第三年解锁业绩除以第一年业绩再开两次方，计算复合增速

第二步：计算PE

根据第一年解锁业绩计算PE

第三步：计算PEG

运用彼得林奇的PEG（PE/GR）公式，如果严重小于1，祝贺你可能撞到了宝

PEG估值法是由著名投资大师彼得·林奇提出，主要用于成长股的估值。PEG兼顾PE和成长性，它是拿市盈率PE与企业的业绩增速G和100的乘积作比，最终得出PEG的值。

一般来说，以1为分界线，PEG越高，表示公司的股价被高估的可能性就越高；反之，PEG低了，公司股价更可能被低估，这时可以考虑买入。

关于PEG，其实要讲的非常多，在1斗的课程中有所介绍，这里不再详述了。

接下来我们用一个实际的案例来说清楚上面的计算。

新城控股2016年8月19日发布了限制性股票激励计划。新城控股打算通过定向发行A股的方式，给59名高管4200万限制性股票，占总股本的比例约为1.9%，价格是6.9元/股，满一年之后，每年分别解锁40%、30%和20%。

这些基本信息我们已经掌握了，接下来看一下重点，也就是业绩解锁条件：

各年度业绩考核具体目标如下：

解锁期	业绩考核目标
第一次解锁	2016 年归属母公司股东净利润达到 25 亿元
第二次解锁	2017 年归属母公司股东净利润达到 35 亿元
第三次解锁	2018 年归属母公司股东净利润达到 50 亿元

新城控股的业绩解锁并没有看增速，而是直接给出了数额，即2016，2017，2018年归属于母公司股东的净利达到25，35和50亿元。

下面开始计算。

首先，我们看新城控股2016年8月19日的市盈率PE，收盘价为13.37，市值为总股本\*收盘价，得出结果约为297亿。

2016年归母净利达到了25亿元，此时PE就为市值除以净利，约为11.9倍。

接着计算复合增速，拿2018年的业绩与2016年业绩做比然后开平方根，再减去1即是复合增长率。 $G = (50/25)^{(1/2)} - 1 = 41\%$ 。（不明白这个公式的，用excel自己敲一下，算一下就知道了）

这里再利用这个例子解释一下复合增速（或者叫复合增长率）的含义，这个的意思其实就是假设从期初（16年）开始，到期末（18年），每年要增长多少才可以。这个每年增长多少就是指复合增长率，用数学表达就是： $25 \times (1 + \text{复合增速})^2 = 50$ 。

算好了增速之后，就到最后一步了，算PEG。

新城控股的PEG为 $PE/(G*100)$ ，算出结果为0.29，远小于1。

再重复一遍，看到一份激励公告的业绩解锁条件，我们分三步算出它的PEG来判断股票价值：

第一，根据第一年的业绩算PE， $PE = \text{最新市值} / \text{第一年业绩}$ ；

第二，算三年的复合增长率， $G = (\text{第三年业绩} / \text{第一年业绩})^{1/2} - 1$ ；

第三，得到PEG， $PEG = PE / (G*100)$ ；

第四，拿PEG值与1比较，如果像新城控股那样远小于1的话，就很可能捡到宝了。

如果是给出了四年的解锁业绩，该怎么算？

把前面的第三年改为第四年，开两次方改为开三次方，就可以了。

新城控股在发布激励计划之后，股价和业绩增速如下图所示：



在激励方案刚开始的半年，股价丝毫未动。之后，股价最高上涨了高达三倍。

这一切的基础是新城控股最终很好地实现了解锁业绩的目标，16年就完成了30亿。



从新城控股发布激励前后的业绩，也能看出一些端倪。无论是净利润还是营收，2016年第二季度，都是一个转折点，不仅扭亏为盈，而且增速逐渐稳定。这就是一个通过激励传达出公司业绩即将向好，股票价值正在被低估的典型。

当然，实现激励的解锁业绩要求不是靠打打鸡血就能够完成的，还得靠实实在在的经营。比如新城控股最终能在16，17两年大幅超额完成，就是因为其原本在长三角的很多城市拥有大量的土地储备及在建工程，16，17那次的房价暴涨使得新城赚的盆满钵满。

【小结】：利用PEG计算出来的好激励，可以作为一个很好的初筛指标，具体能不能完成，我们还是要去看其公司的基本面，到底有哪些业务能够实现这样的增长。

接下来给大家2个近期的发布激励的公司的例子，大家可以练练手算一下增速。

康恩贝在18年9月6日发布了期权激励计划的草案，拟以7.17元/股的价格给462名高管共9000万的期权，占公司总股本的3.37%。

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2017 年净利润为基础，2018 年的净利润增长率不低于 26%；
第二个行权期	以 2017 年净利润为基础，2019 年的净利润增长率不低于 59%；
第三个行权期	以 2017 年净利润为基础，2020 年的净利润增长率不低于 100%；

根据它的业绩解锁条件算出来的PEG小于1，可以对它有所留意。

同样也在9月6日发布激励计划的移为通信，打算给82名高管162万限制性股票，占总股本比例为1.01%，价格是11.66元/股。

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 20.00%
第二个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 35.00%
第三个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 50.00%

注：上述净利润指经审计的归属于上市公司股东的净利润。

而它的PEG是2.7，看来并不是特别值得关注。

那是不是只要PEG小于1，就可以马上把这只股票收入囊中了呢？

我们先来看一个例子，海默科技在2018年6月23日发布了期权激励计划，业绩解锁条件是2018年至2029年，净利润分别不低于6000万元，1亿和1.5亿，营业收入不低于8亿，10亿和15亿。根据这个数额算出来的PEG为0.5，似乎很好。



但如果追踪了它**2018**年前两个季度的业绩数据，就可能会觉得讶异了。**2018**年上半年就亏了大约**2800**万，怕是下半年要赚至少**8800**万才能达标吧。这个数目，参照海默科技往年的业绩情况，有些天方夜谭了。

所以，不是所有的目标都能如约达成，要对上市公司的实际业绩进行持续地追踪，可不要被有些公司的“先定一个小目标”给骗了。

像这种前期业绩和解锁业绩相差太明显且从当前业务找不到增长点的企业，很有可能将来会通过并购重组来达成解锁业绩要求。

但是一旦发生了重组，原股东的股份就被大大稀释了，这个价值也就小得多了。而且还充满了不确定性。所以这类找不到可靠依据的高增长激励就可以排除了。

还有一些激励计划是第一年解锁业绩数值过小，那么这样算出来的增速也会很大。这样的情况下其实用**PEG**就不是特别合适了。

比如根据二六三（**002467**）**2017**年**12**月**9**日发布的限制性股票激励计划中的解锁条件，算出来的**PEG**小于**1**，但这是建立在增速高达**80%**的基础上的。

## 解锁业绩

### 解锁指标-归母净利润

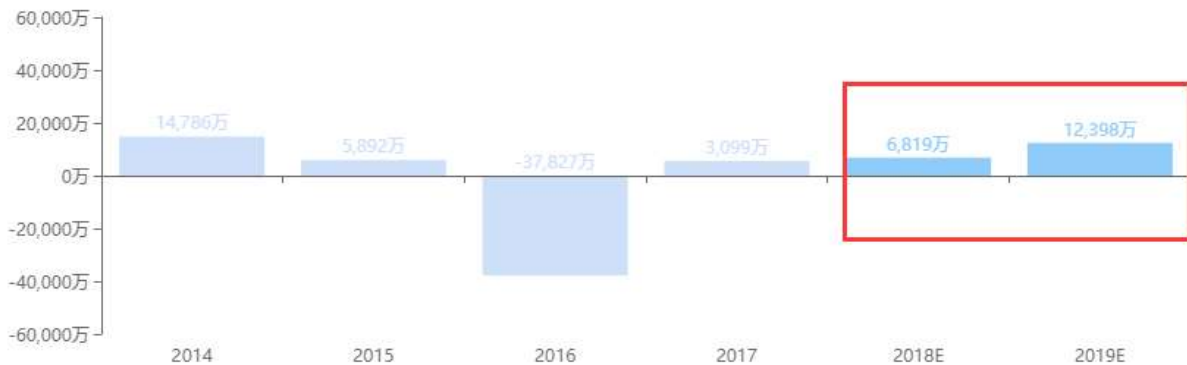
■ 实际业绩  
■ 解锁业绩

PE 63

GR 81.8%(解锁业绩年化增速)

PEG 0.8

评级:高 ?



甚至还有一些公司为了达成业绩解锁目标，不惜将财务数据造假或是日后通过并购来达成目的。

比如尔康制药2017年因为控股股东及一致行动人连续的大额减持引起了公众的关注，之后在监管部门的介入后，11月份发布自查报，说明2016年的财报中，净利润10.13亿元有2.13亿元是假的，虚增比例达到23%。而2013年12月13日公布股权激励计划之后，2016年恰巧是股权解锁的最后一年。原来，实际控制人与高管联手造假，就是为了满足解锁条件，套取最后的价差空间。

这两年我自己也中过一个高增长激励的坑，就是哈药股份。当时一开始因为哈药的高股息跟国企改革中的高增长激励，信心满满。

来看下当年的激励方案：



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， <u>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</u> ；
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， <u>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</u> ；
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， <u>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</u> 。

再看最终实现的业绩：



16年实现了，17年就大滑坡。既然激励无法实现，还是乖乖止损好了。

最终公司股价也是一塌糊涂，后续又经历了重组，要约收购等等一系列大事。

【小结】：**PEG**小于1的也要注意四类坑：靠并购，增速过大，作假，后续没实现

归根结底，激励选股，是根据制定激励计划的内部人员对于公司业绩的预期进行计算，公式是固定的，但各种因素却是变化的。**PEG**是帮助我们提高判断准确率的重要工具，在实战演练中，还是要眼观六路，耳听八方，综合考虑各方面的信息。发现好股了，就不要犹豫，但是也要持续追踪，谨防日后业绩变脸。

最后，再来说说高增速的激励怎么找。

对于激励事件中**PEG**的计算以及评级，九斗数据**PC**网站有专门一栏会列明，而且会包含**A**股每天所有的案例：

全部15744条

☑️ 并购重组1185条

↗️ 定向增发376条

📄 内部交易14183条

大股东增持5292条

高管增持1616条

公司回购480条

员工持股1143条

激励927条

减持4725条

近一个月35条

☆ 星级推荐

¥ 金额

% 占比

9月

8月

2018/09/26

2018/09/26

📄 新大陆(000997)发布限制性股票激励计划，总额29,920万元，占比4.10%

★★★★☆

2018/09/26

📄 光威复材(300699)发布限制性股票激励计划，总额4,489万元，占比0.61%

★★★★☆

2018/09/26

📄 北矿科技(600980)发布限制性股票激励计划，总额2,149万元

2018/09/26

📄 华通热力(002893)发布限制性股票激励计划，总额3,219万元，占比2.94%

★★★★☆

2018/09/26

📄 华通热力(002893)发布股票期权激励计划，总额2,406万元，占比1.10%

★★★★☆

2018/09/25

2018/09/25

📄 乐心医疗(300562)发布股票期权激励计划，总额2,722万元，占比1.06%

★★★★☆

2018/09/25

📄 乐心医疗(300562)发布股票期权激励计划，总额2,722万元，占比1.06%

★★★★☆

2018/09/21

2018/09/21

📄 洁美科技(002859)发布限制性股票激励计划，总额4,656万元，占比1.08%

2018/09/20

2018/09/20

📄 凌霄泵业(002884)发布股票期权激励计划，总额5,904万元，占比2.40%

★★★★☆

2018/09/18

2018/09/18

📄 汇顶科技(603160)发布股票期权激励计划，总额84,220万元

2018/09/15

2018/09/15

📄 永辉超市(601933)发布限制性股票激励计划，总额3,175万元，占比0.08%

★★★★☆

网址是：<https://www.joudou.com/msgList.html>

从上面这个图可以清楚的看到哪些是高星的（就是根据PEG评出来的），哪些是低星的。而且这个星级会根据每天股价的变动而变动，如果后面价格涨上去了，那么星级就会降低。如果股价有所下跌，那么星级就会增加。

对于很多一直不知道怎么选股的人来说，通过激励这个角度做初筛，就是一个相当简便可操作的方法。每天打开九斗数据的消息神器，看看有没有值得关注高星案例。如果觉得有感兴趣的，就可以继续深入研究了，省去了不少初筛的时间。

股市中充斥着各种各样的信息，不同时期热点炒作换来换去，想要靠谱的信息，还是看真金白银的资金面！

资金面是最重要的信息，激励就是重要信息中的尤其重要者。

知识点总结：

1. 根据激励解锁业绩计算估值的方法
2. 高增长的激励可能有哪些坑：靠并购，增速过大，作假，后续没实现
3. 利用九斗数据中的激励案例进行股票初筛的方法

下一讲的内容，将会是“嘴炮”，这个讲的不是前面增持说的只发计划而不实际增持，而是指大股东号召员工增持。这类事件在17年开始陆陆续续有发生。

看完了，去做题 >