

高业绩承诺“埋雷” 并购对赌“后遗症”频现

□本报记者 刘宗根

随着上市公司2017年业绩预披露逐步推进,高估值高业绩承诺的并购对赌协议“后遗症”迎来了密集爆发期。大幅计提商誉减值、巨增变巨亏等成为市场关注焦点。

业内人士指出,畸形的“双高”模式背后,除了上市公司外,VC/PE也是推手之一。对赌失败可能会引来股价的下跌,单纯依靠“双高”模式提升并购标的溢价倍数,最终只能让市场埋单。

对赌“败北”业绩变脸

记者梳理上市公司业绩预告发现,因并购标的未实现净利润承诺,对赌“败北”,多家上市公司大幅计提商誉减值,业绩大变脸频现。

2月6日,巴士在线发布关于对浙江监管局上市公司监管关注函回复的公告,对监管函中提到的“导致2017年度亏损15亿元至18亿元的主要原因在公司2017年10月30日发布三季度报告预计年度净利润区间为1.64亿元至2.1亿元时是否存在”进行说明。巴士在线称,主要原因是公司并购的子公司巴士科技2017年度预计实现净利润与业绩承诺利润(2亿元)相比差距极大,针对公司因并购巴士科技形成的约15.38亿元商誉全额计提减值损失。记者注意到,巴士在线自去年12月9日发布《关于终止筹划重大事项同时核查重大事项继续停牌公告》,宣布并购失败,且并购标的法人代表失联以来,巴士在线已遭遇多个跌停,股价跌去近一半。

无独有偶,2月5日,中科金财发布股票异常波动公告,对并购天津滨河创新科技有限公司形成的商誉减值进行说明。1月31日中科金

财发布《2017年度业绩预告修正公告》,此后连续三个交易日内收盘价格跌幅偏离值累计超过20%,属于股票交易异常波动。中科金财称,公司将2017年度归属于上市公司股东的净利润变动幅度修改为下降185%-235%,预计归属于上市公司股东的净利润修改为亏损1.51亿元-2.40亿元。业绩预告修正主要系公司并购的子公司天津滨河创新科技有限公司本年度累计实现净利润与预计净利润相比差距较大,公司需要在报告期末对因并购形成的商誉进行减值测试。

据中国证券报记者粗略统计,截至目前,A股合计有近30家上市公司因并购标的未完成承诺净利润而导致对赌失败,进而大幅计提商誉减值,造成业绩大变脸。

中泰证券分析师谢春生认为,并购对赌“后遗症”密集爆发,反映出其背后存在的问题:一是在2014至2015年间,很多并购标的的业绩承诺是在一个外延驱动的行情下所做出的,其客观性值得商榷;二是经济环境和市场格局在发生变化,对于那些没有核心技术和产品,只靠所谓的商业模式来获取收入的公司,其经营情况存在恶化的可能性;三是并购整合的效果值得验证,比如2014至2015年计算机行业并购的标的数量在100家以上,有的公司并购数量甚至在3家以上,是否每家公司都能够整合好也有待考验。

高业绩承诺藏隐患

从对赌协议的内容来看,高估值和高业绩承诺是其核心特征,部分并购重组标的增值率甚至超过10000%。业绩承诺与现有经营利润相差甚不相符,为后续产业整合埋下隐患。

Wind数据显示,以2016年12月31日为报

告期,在16家实际净利润为负的业绩对赌案例中,高达13家未完成对赌协议,占比高达81.25%,实际净利润与承诺净利润差别最大的为7.76亿元。

“业绩对赌失败主要还是因为不合市场逻辑和规律的业绩承诺。并购重组前,标的企业通常都会对财务数据进行修饰,如果‘注水’后还要去承诺远高于市场正常水平的增速和业绩,这势必是一个不太可能完成的任务。”北京某私募人士对记者表示。

上述私募人士表示,并购标的之所以给出不切实际的业绩承诺,与标的背后股东谋求高估值高退出回报不无关系。“被并购企业的利润加上几十倍甚至上百倍的杠杆,企业估值自然很高,即便不以上市公司PE值进行价值估算,也会有部分溢价”。

他认为,并购标的敢于对赌,可能是侥幸心理在作祟。“如果业绩对赌缺口不大,就用自己的钱把缺口堵上。比如原本企业价值2亿,但是并购的时候给了6亿,业绩对赌是三年产生2亿的纯利,做了三年,利润缺口还有1亿,这时候对赌人就自己拿出1亿堵上,相比之前还多收获了3亿,何乐而不为呢?”

长红资本总裁丘建棠认为,高估值高业绩承诺背后,不能排除一种模式,即上市公司与并购标的,以及标的背后的VC/PE机构,三方或者多方组成一个闭环运作模式,通过高业绩承诺提升并购标的溢价倍数,最终让市场埋单。

“对赌失败往往会带来一系列的连锁反应,常见的是上市公司业绩波动,特别是对盈利预期较高、上市公司付出较高代价的并购项目,一旦不达预期或者大幅度亏损,市场会用脚投票,直接调低上市公司市值预期与盈利预期,导致股价大幅度回落。”丘建棠表示。

A股震荡整理

机构大宗交易精挑细选“备年货”

□本报记者 徐金忠

近期,A股持续震荡调整。记者观察大宗交易情况发现,机构正在精挑细选“备年货”。统计数据显示,截至2月6日,今年以来,两市共计发生1804笔大宗交易,共计成交43.38亿股,涉及成交金额605.05亿元,平均折溢价率为-4.29%。其中,机构专用席位买入方面,保险、机械设备、化工化学、计算机通信、商业服务、医药制造等是机构较为偏爱的行业。在个股上,分众传媒、海康威视、顺丰控股、中国平安等龙头白马仍受到机构关注。

溢价成交277笔

2018年以来,A股市场在经历持续上涨后迎来震荡整理。在此过程中,两市大宗交易也显示出筹码流动的“奥秘”。

具体来看,溢价成交的有277笔,占比为15.35%,共计成交4.45亿股,成交57.95亿

元,其平均溢价率为2.50%,溢价成交集中在电气机械、房地产、计算机通信、医药制造、酒类等行业;大幅溢价成交(溢价率在5%及以上)的有46笔,神州高铁、西藏旅游、罗牛山、众应互联等公司2018年以来有大宗交易大幅溢价成交的情况。以众应互联为例,1月22日,公司发生2笔大宗交易,第1笔成交价格

为33.98元,成交74.90万股,成交金额2545.10万元;第2笔成交价格为33.98元,成交33.00万股,成交金额1121.34万元,当日众应互联的收盘价为30.80元/股,大宗交易大幅溢价成交。

此外,折价成交1243笔,占比为68.90%,共计成交35.34亿股,成交金额为499.64亿元,平均折价率为6.78%,集中在保险业、电力热力、电气机械、房地产、纺织服装、互联网服务、化工化学、计算机通信、汽车制造、医药制造等行业;折价幅度在5%及以上的有885笔,折价8%及以上的有620笔,久其软件、沃

森生物、安图生物、伊之密、山鹰纸业等个股公司在列。例如,山鹰纸业2月2日发生5笔大宗交易,成交价格4.24元,相比当日收盘价折价7.22%,累计成交4552.49万股,成交金额1.93亿元。

机构“备年货”

震荡整理市场中,机构的大宗交易动作也有看头。统计数据显示,截至2月6日,机构专用席位出现在321笔大宗交易的买方席位,共计成交9.02亿股,涉及成交金额151.13亿元,平均折溢价率为-4.45%。在行业分布上,保险、机械设备、化工化学、计算机通信、商业服务、医药制造等行业个股较多。机构大宗交易揽筹的案例中,溢价成交30笔,折价成交220笔。溢价成交的案例中,溢价幅度均在6%以下,而折价成交中,有88笔交易的折价幅度在8%及以上。个股方面,分众传媒、海康威视、顺丰控股、中国平安等蓝筹白马仍是机构大宗交易重点关

注的对象。

在机构大宗交易“出货”方面,截至2月6日,机构专用席位出现在439笔大宗交易的卖方席位,共计成交8.70亿股,成交金额135.59亿元,平均折溢价率为-3.88%。机构大宗卖出的个股集中分布在畜牧、房地产、计算机通信、农副产品加工、汽车制造、住宿等行业。在机构大宗交易卖出的案例中,溢价交易有72笔,溢价率超过5%(含5%)的有14笔,而折价成交有287笔,折价幅度在8%及以上的有135笔。

对此,市场人士认为,2018年的行情行至当下,呈现出颇为复杂的局面,机构通过大宗交易布局的策略也是多样化的。“大宗交易里存在着蓝筹白马的追涨和获利了结,存在着成长机会的调仓换股和提前布局,再结合开年之际的市场短期博弈,大宗交易呈现的特点较为散乱,但是整体而言,机构还是围绕景气行业进行排兵布阵。”上述人士称。

创业板ETF份额显著增长

□本报记者 张焕昀

今年以来,市场经历震荡行情,内在分化持续。数据显示,大部分创业板ETF份额的规模开年以来呈现显著上升态势,业内人士认为这意味着有资金对创业板复苏有所期待。不过,也有部分机构对创业板复苏保持相对谨慎态度,认为机会或存在部分细分行业龙头中。

创业板ETF份额增长

根据Wind数据,建信创业板ETF于2018年2月6日正式成立,募集份额为3.58亿份。而在其余可统计的7只创业板ETF基金中,有5只今年以来份额呈现不同程度的增长态势,其中,易方达创业板ETF的总规模呈现“一基独大”的态势。2018年1月1日,易方达创业板ETF份额为30.73亿份,而到了2月6日,其份额为52.83亿份,开年一个多月该基金净申购额为22.10亿份,增长幅度为71.90%,并且,从绝对值来看,其份额增长在7只同类基金中也是最高。

另外,华安创业板50ETF开年以来,份额增长8.43亿份,增长幅度达292.59%。广发创业板ETF与嘉实创业板ETF两只产品的份额增长幅度上分别为68.88%与49.43%。南方创业板ETF则略微增长。

两只份额有所下降的创业板ETF,下降比例均在50%左右,但绝对值相对较小,都下降了一亿多份。

业内人士指出,创业板ETF份额的大额上升,或是部分投资者对于该板块的复苏有所预期。

机构关注细分龙头

上周,A股市场遭遇调整,创业板指数于1702.43点,跌幅超过6.30%。对此,部分机构认为调整与创业板企业业绩变脸有关。

长城证券表示,A股整体投资风格越来越偏向于成熟的价值投资,近期市场调整,创业板中预告变脸的企业居多,引发市场情绪恐慌,风险偏好变低。创业板和中小板行业业绩分化明显,部分行业及细分行业价值值得关注,建议投资者把握板块中的结构性投资机会。

融通基金则认为,短期来看,由春季躁动带动的情绪高涨已回归常态化,尤其是A股快速杀跌,已释放了透支的风险偏好,同时交易所强调股权质押的新老划断,缓解了市场情绪,下一阶段市场将进入“3月经济旺季验证”前的观望窗口期。在观望窗口期,结合市场风险偏好的收缩和对个股流动性要求的提升,除了周期股的强确定性外,大金融为主的权重板块仍将表现相对强势,可加大对权重龙头股的关注。

安信证券提到,中期视角依然看好成长股,维持创业板指当前处于熊尾牛头阶段的判断。投资者对其的信心恢复需要更多时间,年报中的内生增速情况以及一季报其盈利增速能否企稳回升将是重要观察指标。

招商基金股票QDII一月最高涨9.46%

□本报记者 姜沁诗

受益于全球主要经济体整体向好与能源原材料商品价格上涨,一月全球股市表现良好。在此带动下,股票型QDII基金大面积飘红,成为一月涨幅最好的基金品类。

以招商基金为例,银河证券数据显示,截至2018年1月31日,该公司旗下的两只股票型QDII基金开年以来全部取得正收益,其中招商标普金砖四国指数基金(代码:161714)的涨幅已达9.46%,在92只QDII股票型基金中位列第12位;招商全球资源股票基金(代码:217015)也获得3.58%的收益。

事实上,海外资本市场的回暖已有一段时间,在刚刚过去的2017年,美股涨势不俗,香港股市更是强劲,恒生指数创下过去8年来最高,并位居年度全球指数涨幅之首。

在此背景下,深耕海外市场多年的招商基金抓住了此轮上涨机遇,取得了不俗业绩。银河证券数据显示,招商全球资源2017年涨幅达到16.27%,显著跑赢同期业绩比较基准,截至2018年1月31日,其近两年的涨幅为46.09%;招商标普金砖四国2017年斩获28.93%的回报率,在同类可比基金中位居前列,截至2018年1月31日,其近两年的涨幅则达到78.38%,为投资者赚取了可观的收益。

伴随海外市场持续走好,业内人士对QDII基金的投资前景也给予正面的评估。专家指出,受惠于商品价格回升及出口增加,全球大宗商品市场自2017年四季度以来明显回暖,随着全球经济进一步复苏,大宗商品市场仍会保持相对积极的态势,同时,新兴市场企业获利已有明显改善,展望2018年新兴市场企业获利成长率预估仍有双位数水准,可望持续提供股市上扬动能,这都有利于QDII基金业绩的稳定走高。

对此,招商基金国际业务部总监白海峰也表达了对后市的乐观态度。他认为,展望2018年海外市场环境,欧美经济触底反弹,中国拥有良好的投资环境,印度等新兴市场发展趋势向好。处于价值低位的美股、港股仍有良好的上行空间,此外欧洲股市具有良好投资机会。关于2018年港股重点配置板块,白海峰看好并推荐中资银行股、科技股、消费升级板块、高分红目标、港股稀缺目标等。

□本报记者 万宇

针对近期股市震荡走势,金鹰基金首席策略分析师杨刚表示,春季行情仍在途,中短期继续关注通胀、改革及年报预期等投资主题,重视板块轮转、热点扩散之下质优滞涨品种的追涨效应。

杨刚认为,市场短期过于快速的持续上行过程中所积累的大量获利浮筹、进入年报季部分业绩爆雷股的持续出现,以及部分公司股价

的持续下行等因素,催生了A股本轮的急跌。“这只是一轮上行行情途中的剧烈清洗,春季行情仍在途中。”

杨刚表示,相比中长端债券市场,今年权益市场的投资机会更优。从全球市场角度看,资金从成熟市场向新兴市场转移的过程并没有结束。A股过去两年已持续滞后于全球主要资本市场,今年可能会吸引更多增量资金关注,特别是A股将于年中正式纳入MSCI,海外资金对国内A股市场的关注度会持续上升。

从A股市场历史看,股市和房市的跷跷板效应十分显著。“房住不炒”的明确政策导向下,A股市场的重新活跃,也可能吸引部分资金的重新流入。此外,资管新规及刚性兑付打破所带来的巨量理财资金的可能流入,都成为境内资金方“觉醒”的重要新生力量。

他还指出,包括创业板在内的大部分上市公司2017年已披露的基本面数据其实并不弱,在中国经济整体处于复苏期的大背景下,上市公司作为国内企业的相对优秀群体,其过往一

年的较优业绩报表仍值得期待。

杨刚认为,预期今年A股将逐步迎来价值和成长共舞,由价值龙头向成长龙头深化的增量博弈的过程,对企业基本面的较准确把握仍是投资的核心,要警惕题材型、故事型炒作。上市公司未来股价随业绩而发生强烈分化,仍是较长期和持续的过程。中短期,继续重点关注通胀、改革及年报预期等重要投资主题,重视板块轮转、热点扩散之下质优滞涨品种的追涨效应。

金鹰基金杨刚:关注质优滞涨品种追涨效应