

画饼难充饥 上市公司盈利承诺达标调查

2012年上半年完成并购重组公司中超三成盈利承诺未达标

证券时报记者 张莹莹 仁际宇

上汽集团近日公布了2013年年报,尽管业绩稳步增长,但公司整体上市时注入的其中两项标的资产,因业绩不达预期,第二次触发了现金补偿义务。无独有偶,近期盈利预测未达标,触发补偿协议的还有宝泰隆。宝泰隆日前在年报中披露,公司2011年耗资6000万元收购的七台河市荣昌煤矿,2013年实际完成调整后的净利润为885.03万元,而当时2013年的盈利预测是净利润达到1500万元。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》规定,上市公司购买资产应当提供拟购买资产的盈利预测报告。据此,盈利预测成为上市公司重大资产重组中必不可少的一环。上市公司重组资产的业绩承诺完成情况到底如何?

为了解这一情况,证券时报记者对2012年1月1日至2012年6月30日期间,实施完毕并购、重组的200多家(次)上市公司的盈利承诺或盈利预测达标情况进行了梳理分析。总体情况是,有三成的业绩承诺没有达到当初的预期,而一部分达到预期的公司也只是刚刚踩线。

外因成挡箭牌

记者梳理发现,上述200多家上市公司中,出具了有业绩承诺或业绩预测的上市公司约有45家,占比达到22%。

在上述45家公司中,未能完全达标的有15家,占比超过三成。从目前披露的2013年年报来看,连续2年未达标公司已经达到5家。而被收购标的业绩不达标的主要原因,被归结为行业或整体经济不景气。

2011年2月,利欧股份公布了定增方案,公司向欧亚云、瑞鹤投资等以发行股份的方式购买天鹅泵业92.61%的股份。据了解,当时天鹅泵业的评估值为2.93亿元,评估增值率为98.98%,并且交易双方签订了盈利预测补偿协议。1年后的2012年3月,利欧股份完成了上述定增,不过天鹅泵业的业绩并没有想象中那么丰满。

根据利欧股份年报,天鹅泵业2012年度实现扣非后净利润为1754.46万元,而当初的预测数2851.64万元。同样的遭遇在2013年重现。2013年天鹅泵业实现扣非后净利润为1826.93万元,而当初的预测数则是3119.7万元。

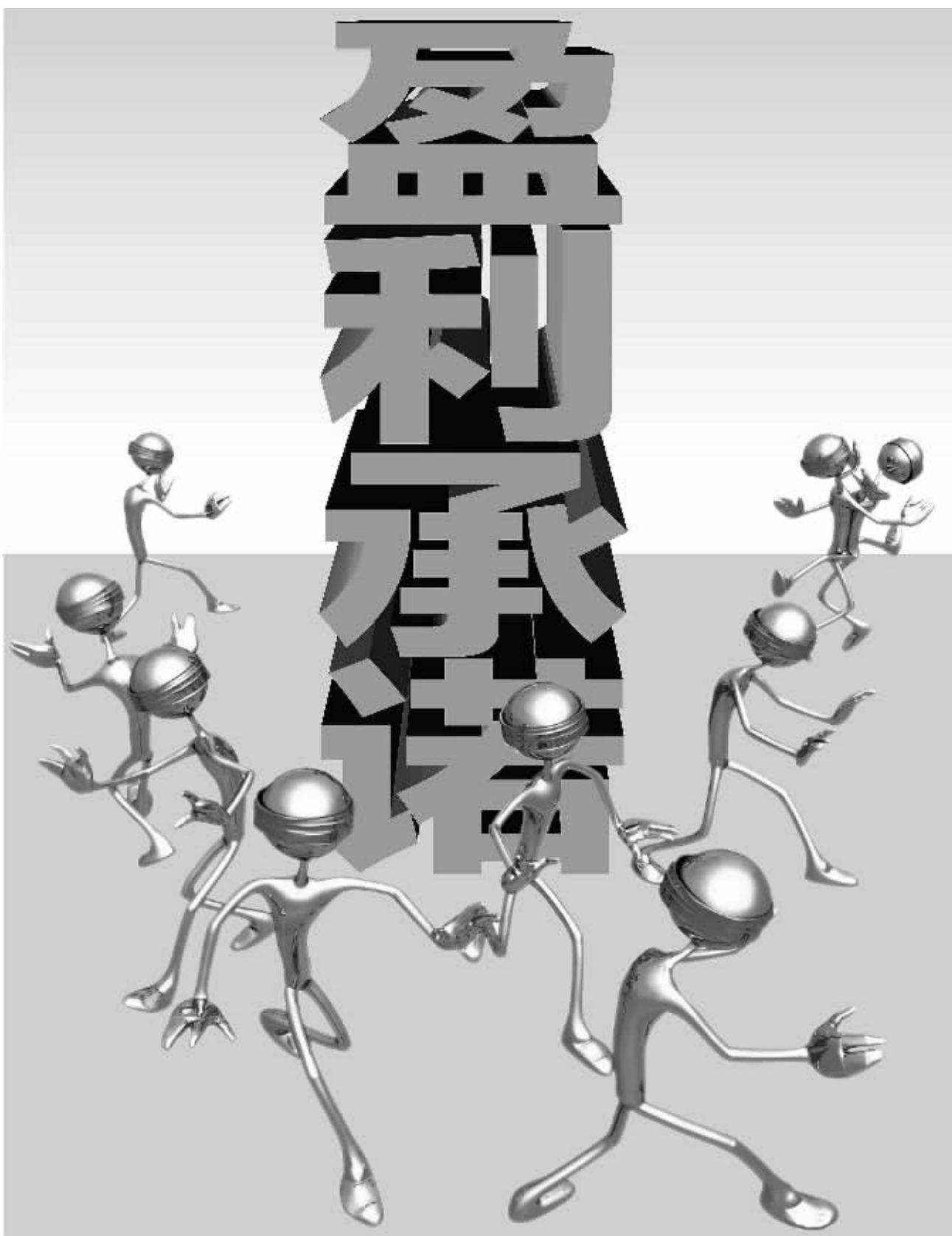
利欧股份将造成连续两年业绩不达标的原因归结为,公司经营环境与当初盈利预测的基本前提和相关假设对比发生了较大变化。具体来说,用电量下降导致火电企业新增设备需求受到抑制,资金面紧张导致火电企业对供应商付款延迟,应收账款账龄增加及减值准备大幅增长对长沙天鹅的业绩影响较大,多方压力导致燃煤电厂建设速度收缩,产品毛利率有所降低。

出现类似问题的还有万顺股份与赞宇科技。其中,万顺股份2012年2月完成重大资产重组,以7.5亿元的价格,购买了上海亚洲私人有限公司持有的江苏中基复合材料有限公司75%股权、江阴中基铝业有限公司75%股权。为表示对重组后未来的信心,万顺股份实际控制人杜成城承诺了江苏中基、江阴中基2012年~2014年的净利润。如果未达到上述盈利预测,将以现金方式补齐。

目前,万顺股份2013年年报尚未公布。不过,2012年上述资产净利润之和仅为8936.62万元,而承诺值是1.07亿元,触发了盈利补偿协议。面对盈利未达标的现实,万顺股份称,重组完成后,公司盈利能力和持续经营能力得到显著提升,但由于受到市场环境、国内外铝锭价格倒挂等公司管理层事前无法获知且事后无法控制的因素影响,江苏中基和江阴中基2012年未实现其盈利预测和业绩承诺。

赞宇科技2012年2月以1.44亿元的价款,收购杭州石化86.84%股权。赞宇科技称,由于现金收购,被收购方固定资产变现,考虑一定折价,收购价格低于净资产。尽管杭州石化2011年处于亏损状态,赞宇科技仍然信心十足,并对2012年~2014年杭州化化的经营收入及净利润进行了详细预测。

不过,杭州化化的经营业绩并未如愿,2012年实现净利润仍然亏损1863.35万元,2013年则亏损了852.63万元。对此,赞宇科技解释称,亏损主要



某些公司的盈利承诺亦幻亦真,投资者往往难以真正分享。

翟超/制图

因为原材料价格一路持续大幅下行,库存原材料贬值及产成品出现较严重的跌价,导致毛利率下降。

部分公司踩线达标

在统计的有业绩承诺的45家中,有七成的公司实现了当时的业绩承诺。不过,记者梳理发现,其中约有6家公司实际盈利数据与预测数据相差无几,可谓踩线达标。

安诺其就比较典型的一例。2011年10月,安诺其宣布,使用超募资金4470万元,其中2970万元用于收购姚茂才、徐根友、张路平等股东持有的浙江华晟化学制品有限公司90%的股权,1500万元用于现金增资。增资后,华晟化学注册资本为2000万元。

华晟化学净资产账面值1449.06万元,股东全部权益评估值3320万元,评估增值1870.94万元,评估增值率129.11%。

为降低公司投资风险,交易对手承诺华晟化学截至2011年税后净利润不低于360万元,如未能实现上述承诺,差额部分以现金方式补足。

从安诺其公布的2011年年报来看,截至2011年12月31日,华晟化学审计税后净利润为360.5万元,踩线达到上述承诺事项。而根据最新公布的2013年净利润,华晟化学2013年实现净利润仅为283.2万元。

类似的例子还有森远股份。2012年,森远股份与吉林省公路机械有限公司全体股东签署了框架协议,将以现金购买刘中文等196名自然人持有的吉公机械100%的股权。

根据评估报告,吉公机械100%的股权净资产账面价值为2017.8万元,评估值为8613万元,增值额为6595.2万元,增值率为326.85%,确定交易价格为8000万元。据了解,吉公机械主要产品为沥青混合料搅拌设备

和沥青旧料厂拌再生设备,与森远股份同属筑养路机械设备制造领域。

根据交易对方的承诺,吉公机械2012年、2013年、2014年、2015年经审计的净利润分别不低于807.92万元、1027.49万元、1200万元、1560万元。

公开资料显示,吉公机械的盈利达标之路并不顺畅。数据显示,吉公机械2012年实现净利润814.11万元,相比较当初807.92万元的承诺刚刚达标。2013年,吉公机械实现净利润1028.36万元,相比较承诺的1027.49万元,差额不到1万元。

“躲猫猫”逃避补偿

尽管部分上市公司有业绩承诺,但在兑现时却开始寻找各种理由试图逃脱,交易方与投资者玩起了“躲猫猫”游戏。

计划进军医疗器械的新海股份,2012年2月完成了对宁波华坤医疗器械有限公司51%股权的收购。根据当时的评估,华坤医疗的净资产为645.37万元,评估结果1827万元,评估增值率约为183%。华坤医疗原股东陈垚坤对华坤医疗2012年~2014年的销售收入与税后净利润作了详细的承诺。

但在陈垚坤承诺的第一年,2011年尚处于盈利状态的华坤医疗2012年出现亏损。数据显示,华坤医疗2012年实现净利润为-309.29万元,与陈垚坤承诺的160万元差距较大。根据约定,陈垚坤应以现金方式向新海股份足额补足469.29万元。

然而,2013年华坤医疗业绩依然为亏损,净利润为-345.13万元,而当初的承诺的净利润为税后300万元。

不过,陈垚坤暂时可以延缓这次的补偿。公告显示,在披露年报后不久,陈垚坤与新海股份协商,对陈垚坤的承诺进行修订。双方约定,新海股份每年不再对陈垚坤承诺经营业绩实现情况进行单独考核。公司将在2014年度结束后,对

宁波华坤3年累计税后净利润实现情况进行考核。

这一看似简单的调整,却让上市公司在承担亏损的同时,给交易对方陈垚坤以拖延补偿的时间。

上市公司在收购资产时,按照规定必须做业绩预测,而在年报披露时却经常打“擦边球”,承诺方逃避盈利补偿的现象不在少数。

2012年11月,鹏博士宣布,以不超过7.5亿元的价格购买中信网络有限公司持有的长城宽带网络服务有限公司50%的股权。深圳鹏博实业集团有限公司作为鹏博士第一大股东,自愿就标的公司2012年~2014年连续3个会计年度所实现的净利润进行担保。如实际盈利不达标,则鹏博实业现金补足。

在2012年年报中,长城宽带实际实现合并净利润1.87亿元,而鹏博实业当初承诺的净利润为1.97亿元。不过,鹏博实业却无需进行利润补偿。

鹏博士称,由于长城宽带2012年税率由25%变为15%,影响递延所得税费用3251.74万元,剔除此影响后合并净利润为2.2亿元,完成业绩担保的111.28%,由此,大股东不需要补偿上市公司。

同样,远东电缆(三普药业)在收购大股东手中电缆业务时,也出现了临时变更考核标准以凑足承诺数据的现象。

2010年7月,远东电缆公布了收购资产的利润补偿协议。《协议》明确规定,利润补偿以标的资产的净利润为依据,在此后的公告中均以净利润为标准。不过,2012年年报中,考核标准毫无征兆地变更为扣非后净利润。

根据远东电缆2012年年报,三普药业全年亏损1.42亿元,这也意味着,大股东远东控股相当数量的持股面临被上市公司1元回购的窘境。不过,三普药业在2012年选择采用扣非后净利润作为考核标准,因扣非后标的资产盈利2.03亿元,达到当初承诺标准,大股东由此躲过了一劫。

■记者观察 | Observation |

只有盈利预测的承诺远不够

证券时报记者 张莹莹 仁际宇

从目前国内资本市场重大资产重组涉及的情况来看,交易对手的承诺基本上只包含业绩内容,而补偿方式也主要包含补齐盈利预测中的数字。但上市公司所购买的是相应资产,而不是3年的净利润,因此,交易对手的承诺不应局限于盈利数字。

证监会《上市公司重大资产重组管理办法》规定,上市公司购买资产应当提供拟购买资产的盈利预测报告。同时,若资产评估机构采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考依据,上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与评估报告中利润预测数的差异情况,交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确的补偿协议。

这是上市公司与交易对方订立基于3年盈利预测的补偿协议的法律法规基础。

由此可见,上市公司与交易对方订立业绩补偿协议是基于监管层的规定。而规定又是基于资产评估环节中必不可少的资产评估环节,业绩承诺可以通过锁定交易标的的动态

市盈率达到抑制过高资产估值的情况。监管层的目的是限制对投资者利益可量化的侵害行为,但法规只是保护投资者利益的最低要求。

上市公司之所以购买某一项资产,并不只是为了获得承诺期内3年的承诺利润。上市公司收购资产的主要目的应该是获得可持续的盈利能力,或者是增强自身在某一领域的竞争力。因此,即便交易对手使用符合规定的方式补偿了上市公司在3年内的盈利损失,也未必能让上市公司达到当初收购的目的。更何况这3年的净利润也不足以弥补上市公司所付出的收购成本。

在这种情况下,上市公司与交易对手达成的协议应该包含更广泛的内容。除了业绩指标,还应该包括标的公司管理层的人事安排、上市公司继续投资的选择权以及各种非业绩类的经营指标,并设定一系列的补偿措施,包括要求交易对手回购标的公司股权等等。由此,上市公司可以将标的资产的潜在价值予以充分挖掘,保证标的资产按照上市公司设定的方向发展,并进而保护上市公司投资者的利益。

或许由于这些指标大多数难以量化,因此不能完全依靠监管层将这类指标制度化。事实上,基于对自身利益的保护和对中小投资者负责的需要,上市公司有必要主动与交易对手达成更为详细和清晰的承诺协议。

部分获注资产盈利堪忧

证券时报记者 张莹莹 仁际宇

当盈利预测或业绩承诺到期后,收购资产的业绩增势是否会“懈怠”下来,也是投资者十分关注的话题。

根据Wind数据,记者随机选择了几家在2010年完成资产注入且有盈利预测的公司,结果显示部分注入资产业绩继续高歌猛进,有的则出现疲软。

期后业绩疲软的现象集中出现于商业零售领域。2009年3月,广百股份提出定增预案,收购广州市新大新有限公司99%股权。根据当时的资料,新大新2007年实现净利润1398万元,2008年实现净利润约1771.02万元,预计2009年可以实现净利润约1856万元。在资产注入前,新大新2008年的业绩同比增速为26.7%,而按照对2009年的业绩预测,当年的业绩同比增速应为4.8%。

而实际上,新大新2009年实现净利润约2214.92万元,同比增长25.06%,基本延续了2008年的高速增长。但脱离了业绩预测的束缚之后,新大新的业绩增速明显下降。2010年至2013年的净利润同比增速分别是4.9%、5.5%、11.6%和-14.8%。可见在资产注入前和业绩预测期内的快速增长,并没有得到延续。

同样属于商业零售板块的华联综超也有着类似的故事。2009年,华联综超实施资产注入,注入资产包括北京华联商业管理有限公司、江苏紫金华联综合超市有限公司、无锡奥盛通达商业管理有限公司、合肥信联顺通商业管理有限公司在

内的5家公司,其中有1家公司未给出盈利预测。根据当时的公告,上述有业绩预测的4家公司,2009年预计的业绩合计为1495.6万元。

2009年,这4家公司实际实现的净利润合计约为1500.7万元,刚好实现了业绩预测。

不过此后的几年,4家公司的业绩情况变得不甚理想。2010年至2012年,这4家公司合计净利润分别为754.3万元、1302.2万元和1079.3万元,竟没有1年的净利润合计数据超过置入资产的2009年。

从统计数据来看,也有部分公司注入资产持续实现高速增长。其中,老凤祥2009年提出资产注入方案,其中涉及上海老凤祥有限公司的部分股权。根据当时的公告,老凤祥有限2008年实现净利润约1.17亿元,预计2009年净利润约为1.79亿元,2010年约为2.37亿元。

在预测期内,老凤祥有限的净利润数据轻松超过预测值,2009年和2010年分别实现净利润1.87亿元和2.99亿元。此后,老凤祥有限的业绩增长并没有因为脱离了预测期而有所放缓。2011年,老凤祥有限的净利润大幅增长达到5.84亿元,2012年没有披露净利润数据,但利润总额同比增长21%。

老凤祥有限的情况并非个案,鸿博股份2010年收购无锡双龙信息纸业有限公司,当时承诺收购完成后的2.5年内,每年净利润不低于800万。公开资料显示,无锡双龙2010年实现净利润886.7万元,2011年实现1200万元,2012年实现1449.2万元,均超预期完成了业绩目标。而到了2013年,该公司的业绩更是进一步大幅增长至2042.6万元。

部分公司获注资产业绩变化表		
上市公司	注入时间	预测期后的业绩走势
广百股份	2009年	获注标的资产2013年净利润增速下滑
华联综超	2009年	获注标的2013年~2012年净利润总和均不及2009年
老凤祥	2009年	获注标的老凤祥有限公司持续实现高速增长
鸿博股份	2009年	获注标的无锡双龙连续4年超预期完成业绩目标

郑昱/整理 翟超/制图