

诺贝尔奖引发的投资思考

国泰君安证券研究所

最近有两个问题需要引起投资者关注:第一,从行为金融学的角度来看,今年创业板的行情是否是一个“非理性繁荣”;第二,这次的诺贝尔生理学奖对于医药行业的意义是什么?

我们认为,2013年投资者对于短期业绩动量的追捧,使得创业板市值最大的那部分股票涨幅显著高于其他创业板股票。根据哈佛大学Shleifer教授的模型,投资者现在越来越关注短期动量,并且愿意忽略中长期的估值和业绩波动风险的原因是:消除长期价差的成本远远高于传统金融学理论所估计的水平,因此当公司能持续制造短期事件(比如连续收购),使得公司的基本面不断可以被重估的情况下,理性的投资者也会越来越追求获得短期资本利得的机会,而不会去考虑中长期的问题。这意味着热门股票长期价值和价格之间的偏差可以非常大,并且价差在很长的时期内不会被消除。

创业板中的部分股票因为涨幅巨大,所以才成为了权重股。数据显示,创业板当前市值规模前10%的股票,贡献了创业板2013年以来总市值增加规模中的52.7%。尽管这些企业平均利润增速更高,但是估值的大幅膨胀才是导致其涨幅远远超过其他创业板公司的根本原因。估值能够大幅提升的原因是,市场隐含了这些公司利润增长正在加速,并且可持续较长时间的预期。根据上文的模型,理性的投资者也会更关注短期业绩动量带来公司价值重估的机会,而不关心中长期的问题。这些股票未来整体的市值增长只能靠利润增长,在当前投资者隐含的盈利预期下,希望继续通过利润增速超预期以提升估值的难度非常大。而剔除这些股票的影响,实际上创业板其他股票的泡沫程度没有看上去的那么大了,选股还是可行的。

2013年的诺贝尔生理学奖授予了三位解开“细胞工厂物流运输系统”之谜的科学家。这个发现对于一些由于某种人体分泌物的量偏离正常水平导致的疾病,提供了另一种思路的治疗方式。蛋白类药物、糖尿病药物以及神经系统药物是受益这项研究最大的品种。

回避概念炒作 专注业绩验证

郑莹

本周,创业板大幅回调,特别是前期涨幅过大的文化传媒板块,出现深度回调的迹象。具体来看,上证指数报收2132.96点,下跌60.82点,跌幅2.77%;深成指收于8379.61点,下跌205.26点,跌幅2.39%;创业板指数下跌了80.77点,报收1269.17点,跌幅高达5.98%。在此背景下,成长股后期的走势受到市场的广泛关注。

我们认为,本周以文化传媒为首的创业板迎来大幅下跌,主要是三季报业绩低于预期。此外,一些品种出现估值泡沫化,炒作空间已被透支,在业绩无法验证成长空间的时候,资金选择了获利了结。强势股的回调,带动了整个板块的弱势。另外,由于前三季度新增贷款频频超预期,市场担心四季度会出现流动性偏紧的局面,这也成为压制创业板估值的一大因素。

不过,从宏观和长远来看,只要中国经济增速下台阶、经济结构转型的方向不发生变化,新兴产业的成长空间和成长逻辑是不会发生逆转的。目前在A股的市值占比中,传统产业占70%~80%,新兴产业只占20%~30%,随着追求国内生产总值(GDP)增速的时代远去,传统产业市值占比将逐渐下降,而新兴产业占比逐步上升,预期未来将达到各占一半的格局。

目前,新兴产业股票的问题,一是存在部分品种被炒作出现泡沫化倾向,这部分股票很多通过外向式并购,短期内迅速做大市值和预期,在没有内生性增长业绩基础的情况下,不可避免地会出现大概率大幅回调的状态。二是有业绩基础,但短期内涨幅过大,预期充分,这部分标的,需要以时间换空间,在业绩和成长空间得到再次确认后,会迎来进一步的展现机会。

随着成长股的大幅调整,四季度市场将如何运行?又有哪些投资机会值得关注呢?

我们认为,就四季度行情来看,从行情惯例来看,年底市场心态都会偏稳健,所以四季度最为重要的影响因素还是业绩。因此,可以重点关注那些有真实成长性,而且这种成长性是依靠内生性增长,而非外延式并购带来的标的。此外,一些预期反转的行业,在四季度也值得期待,比如新能源、农业等。总体来看,四季度是一个需要理性投资的季度,应尽量回避概念炒作。

(作者系从容投资联合创始人)

业绩增长不及预期,机构扎堆“秋收”

两大因素困扰 创业板迎来中期调整

证券时报记者 万鹏

本周,创业板指数出现今年以来少有的连续大幅下跌,全周股指累计跌幅高达5.98%,并创出1523亿元的单周成交历史新高。作为今年A股市场走势最强的板块,创业板指数本轮累计最大涨幅超过140%,而本周突如其来,且幅度超出市场预期的下跌,似乎预示着一轮中期调整已经到来。

不一样的下跌

回顾去年12月以来创业板指数的走势可以发现,尽管股指保持了持续上涨的势头,但中间也不乏幅度较大的调整。其中,最让人“揪心”的一次发生在今年6月中下旬。当时的背景是,受美联储量化宽松政策QE退出预期升温影响,全球资金流出新兴市场,亚太股市遭受重创,A股市场蓝筹板块亦受到拖累,上证指数5月30日至6月17日的10个交易日中大跌近8%。然而,从蓝筹股中撤出的资金却集中流向创业板市场,至6月17日,创业板指数不跌反涨,再度冲击前期高点。随后,国内钱荒加剧,A股市场出现恐慌性下跌,创业板指数虽出现一定补跌,但很快便止跌企稳,重返上升之旅。

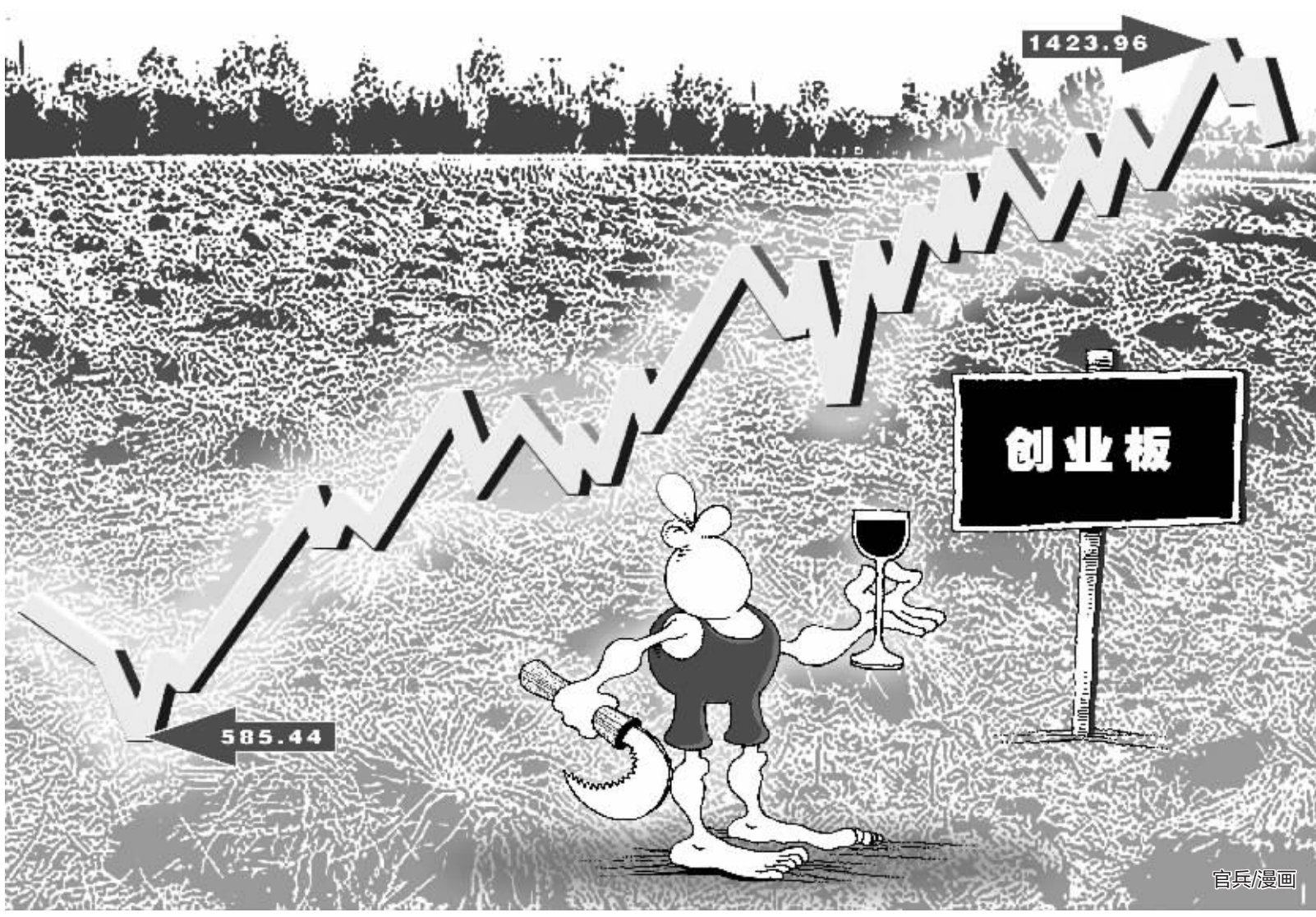
从事后的技术总结来看,创业板指数6月份的“大跌”有以下几个特点:一是具有明显的补跌特征,而非非主动性下跌;二是调整时间较短,真正的主跌浪仅有4个交易日;第三调整幅度充分——如果从5月27日最高点1091点算起,至6月25日最低点903点,最大跌幅已超过17%。

此外,从市场的心态来看,由于宏观经济复苏预期减弱以及钱荒的到来,越来越多的机构对传统产业失去信心,将目光转向新兴产业及成长股,创业板市场6月中下旬的大幅调整,恰好给这些机构提供了一次绝佳的建仓机会。随后公布的半年报也证实了这一点:截至二季度末,机构持有的创业板股票总数为53.39亿股,持股市值为1217.39亿元,较一季度末依次增加了117%和108.91%。

而反观创业板市场本次下跌,在调整时间和幅度上,都有意犹未尽之意。而更大的不同还在于资金由流入转为流出。证券时报数据显示,从10月8日至10月24日,创业板累计净流出资金151.22亿元,且呈现出大单净卖出,中小单净买入的态势。

业绩检验来袭

尽管创业板市场持续走强不



官兵/漫画

乏投机炒作的成分,但客观地说,业绩增长也是其中的一个重要因素。其中,机构大幅加仓的二季度,恰好是创业板公司业绩增长的一个明显拐点。

Wind资讯数据显示,今年一季度创业板上市公司共实现主营业务收入435.83亿元,实现净利润49.43亿元,分别较去年第四季度下降了26.23%和23.73%。但今年第二季度,创业板公司共实现营业收入584.66亿元,实现净利润72.86亿元,环比增幅34.14%和47.40%。业绩增长明显,且利润增幅更大。

不过,在股价大幅上涨之后,业绩增长能否持续,也就成为检验创业板成长性的关键一环。上周二,创业板上市公司的三季报业绩预告发布完毕,从相关业绩预告来看,创业板公司三季报业绩预增共有44家,占比12.64%,略增的为134家,占比38.51%。但市场对此似乎并不满意,上周三股指便出现大幅下跌。

目前,三季报披露已进入收官阶段,从已公布的创业板三季报情况来看,其业绩增长情况似乎并不乐观。Wind资讯数据显示,截至本周五共有230家创业板公司公布了三季报,今年第三季度共实现主营

业务收入380.05亿元,较第二季度的368.23亿元增加了3.21%;这230家公司第三季度累计实现净利润49.18亿元,较第二季度的52.89亿元下降了7.01%。

本周二晚间,华谊兄弟公布的三季报显示,今年第三季度公司实现营业收入为2.75亿元,虽然环比增长了25%,但净利润仅有891万元,较二季度大幅下降了96.5%。当日,华谊兄弟便以跌停报收,并带动两市传媒股大幅下跌。此外,神州泰岳、碧水源、光线传媒、天舟文化等多只创业板牛股三季度业绩环比均出现下滑。

警惕踩踏事件

对于本轮创业板的下跌,国金证券本周发表的一份研究报告认为,所谓三季报业绩与估值不匹配、新股发行(IPO)重启,并不是造成以传媒为首的创业板调整的主要理由。真正的原因是:随着时间越来越接近年底,今年以来在创业板上赚了大钱的投资者由于年度考核的需要,在行动上有很强的锁定收益的动力。悦庸俗点,大家都是为自己的年终奖和职位奋斗,你不卖总有人卖,到

时损失的可不仅是净值,还有本该到手的丰厚红包。”而且机构的想法也都较为一致——从估值最高的传媒股开始。

上述观点也得到了其他一些券商研究机构的认同。兴业证券指出,近期基金经理最关心的是,如何做好最后两个月的收官之战?今年的新经济行情涨幅显著,改革和创新的想象力的翅膀已经飞得太高,叠加年末业绩考核压力,导致股市“审美疲劳”,从而频频出现热门股的踩踏事件。

对于创业板的后市,券商普遍给出了中长期看好,但短期需保持谨慎的观点。兴业证券指出,虽然我们维持未来五年最看好的判断,认为对于高成长的新兴行业不应该简单粗暴地以市盈率来估值,但投资者必须敬畏市场,毕竟现在机构投资者考虑的是两个月的赛跑,而不是12个月或者5年的赛跑。

而国金证券也指出,我们承认新技术、新模式给相关行业带来的景气改善和公司真实业绩的提升——这是中长期战略配置新兴行业的基础,但战术性加减仓在喜欢波段操作的A股市场中还是更符合大众的口味。”

防御首选消费

面对已经展开并且有可能持续的调整行情,投资者该制定怎样的防御策略呢?

对此,中金公司的观点是,在对年初至今表现强势、且高估值的成长股进行逐步减仓的同时,可逢低吸纳已经调整较为充分的医药龙头股,以及估值还在合理范围的大众消费品。而平安证券也有类似观点,他们认为,从稳定性看,消费板块仍然是目前市场最佳的避风港,包括汽车、家电、医药、食品在内的大众消费类品种,依然是可增配坚守的对象。

海通证券则建议,重视投融资体系改革对实体经济的实质影响,布局前期调整充分的低预期传统中游制造业。根据各行业固定资产投资同比数据,建议重点关注食品饮料、石油天然气、服装服饰及家用轻工、建筑装饰、交运物流、TMT、文体娱、医药生物、节能环保、基建等相关产业链。

申银万国证券也指出,四季度应以防御为关键词,适当减仓前期涨幅较大但业绩跟不上的股票。同时,在高景气度的新兴产业前三个季度大幅上涨的背景下,长期估值被压抑的传统产业有可能在改革与创新的预期下,迎来阶段性逆袭行情。

■ 高兴就说 | Luo Feng's Column |

财经报道中的第一手资料



高兴

和炒股人士一样,财经媒体的新闻人对财务报表第一手资料的解读很重要。广东《新快报》一记者因被中联重科报警而遭长沙警方带走,说法是三宗罪,其中一条是“捏造中联重科一年花掉广告费5.13亿,搞‘畸形营销’”。仔细追究起来,三宗罪都算不

得捏造事实,因为毕竟有公司年报、外部信息等作为出处,但误读是少不了的。当事记者是使用了工具软件统计A股上市公司年报,提取了广告费的数据,报道的时候或许没有查看第一手资料——公司2012年报。年报中财务报告原文中,在总额超过33亿元的销售费用下有“广告及业务费”5.1289亿元。一般而言,从事财经报道的记者应具有基本的财务报表常识,知道“广告及业务费”与“广告费”的个中差异。

第一手资料的故事并未完结。就在本周五,上海一家财经报纸报道《中联重科受累财务造假纷争两日市值损失33亿》,引用网络文章说:“对于备受媒体质疑的‘销售和财务数据造假’,中联重科连续发布了两次澄清公告,一次是5月29日,另外一次是7月26日。

……‘飞草’认为,中联重科这两次澄清公告‘前后矛盾、不打自招’。”报道前一段貌似陈述的语句,其实也来自网文,实际上7月26日中联重科没有发布任何公告。可能是网文作者笔误,而记者在文中说“查阅中联重科历年定期财务报告”,注意了查财报忽略了查公告。但这是比误导广告费更轻的瑕疵,对基本事实不构成伤害。还有更前沿的第一手资料,那就是爆料人给的资料,从这次纠纷来看,也是引爆中联重科对其中一些报道不满的因素。

中联重科抓住了新闻报道的一些瑕疵,意外地把自己逼上了一条歪路,《新快报》的报道有瑕疵但算不得“捏造”,记者报道新闻作为职务行为,公司应该起诉报社而不是请警方抓记者。中联重科一度高调表示将就此召开发布会,后

又取消,表示“中纪委中宣部已介入关注案件,中联重科认为案件一定会公正处理。”

中纪委介入,应该不是调查记者的经济问题,而是意在中联重科的巨额招待费。中联重科方面日前表示5.13亿费用中广告费不足1亿,其余为推广费、差旅费等等。不光“广告及业务费”具体是怎样组成的、其中含有多少招待费需要调查,列入销售费用而没有名目的“其他费用”高达10亿元,亦应是中纪委的关注对象。

商战无情,在与同行近年的贴身肉搏战中,各种负面信息流传,以至于中联重科年初公开辟谣媒体关于财务造假的全部嫌疑,年中又委婉承认“针对近期的举报,本公司业务部门进行了内部核查,发现举报材料及媒体报道中所列举的案例和数据,部分内容与本公司基层业

务信息相符”。

虽有三宗罪,但记者所质疑的问题无一属空穴来风,从这一点上来看,《新快报》在报道中的瑕疵比公司本身隐藏的信息要轻。公司财务信息中隐藏的隐患,若经得起这波媒体质疑及中纪委等方面的调查,那么中联重科将因摆脱重大信息上的不确定性而获得市场的补偿,成为一家更加强大的行业龙头公司;反过来看,若更多不利信息漏出,则危机刚刚开始。

最后,近期有投资人士因质疑公司信息而遭拘,有记者因质疑公司信息而遭拘,信息的流动性和交互性本身是资本市场的生命力,虚假信息应该被追究,而研究那些信息是否虚假的行为应获得基本的权益保障,不然就只剩下政府部门来区别各种造假。从以往经验来看,这是政府忙不过来的,特别是在信息爆炸的信息时代。