

市梦率炒作催生三大研究“逻辑”

新技术层出不穷的时代,快速变化的产业和市场,令基于基本面的证券研究变得有些尴尬。

业绩预测不确定性加大,同时,热门概念公司股价一飞冲天。研报严密的逻辑论证愈发稀缺,盲目看好则俯拾皆是。



证券时报记者 颜金成

移动互联网时代,新技术层出不穷,相关上市公司业绩和股价也随之爆发式增长。这种剧烈的业绩、股价变动背后,是快速变化的产业和市场情绪,变化如此剧烈,以至于基于基本面的证券研究变得有些尴尬。

这样的背景下,机构研究员、分析师的研报严密的逻辑论证愈发稀缺,脆弱逻辑下的盲目看好则俯拾皆是。概念炒作催生三大研究逻辑:远期故事预期短期业绩;热捧并购预期;与海外市场概念联动。

远期故事预期短期业绩代表案例:贝因美

伴随着市场的种种利好,乳粉行业公司中,以贝因美为代表的几只股票此前都走出了不错的行情。但这种行情的背后,更多的是主题投资的成分。

贝因美当时被市场看好的原因有几个:一是恒天然事件影响外溢婴幼儿乳粉,由此,市场预期国内乳企受益。另外,2013年10月份,乳企兼并重组细则推出,细则指出在2015年底,国内将培育形成10家左右婴幼儿配方乳粉年销售收入超过20亿元的大型企业集团。这也催生了市场对贝因美受益于乳企整合的预期。喜上加喜的是,去年末放开单独二胎政策出炉。顺理成章的,贝因美又赶上了好时光。

多重利好的刺激下,贝因美股价从10元左右拉升到最高的45元左右,各大研究机构也按捺不住了。

一方面是,在多重主题炒作热情推动下,公司股价不断上涨;另一方面是相关公司业绩并没有出现快速上涨。这个时候,研究机构选择的是将远期受益的故事拿到眼前来讲。

某券商去年10月23日发布了一篇名为《贝因美市占率有望持续提升上调目标价至60元》的研究报告,但贝因美股价短暂站上45元后,在该研究报告发布当日就大跌7%,并从此一路下跌至今最低的26元,几近腰斩。

当时该券商称,在二胎、乳业整合的推动下,看好贝因美市占率持续提升,销售结构升级和规模效应带来的净利率提升,将2013年~2015年每股收益(EPS)从1.20/1.57/1.90元上调至1.28/1.77/2.17元。但事实却是公司业绩大幅低于该机构的预计。

机构所预期的二胎、行业整合早已被市场高企的股价预期。但是当主题炒作的风头一过,回到公司业绩上来,市场却发现贝因美的业绩并没有那么靓丽。实际上,去年下半年,随着原奶价格不断上涨,而国内乳企龙头都无法提价,贝因美的成本和费用都在增长。

永不过时的并购预期代表案例:华谊兄弟

作为近两年的明星公司,华谊兄弟股价大幅上涨后被各大机构急切关注。这家公司同时也是兼并收购概

念公司的典型代表。

在移动互联网时代,产业重构和资源优化配置都需要通过兼并收购来完成。但是,随着二级市场炒作渐趋疯狂,并购预期成了“有钱人”都能讲的故事;有人担忧,很多收购沦为二级市场的炒作理由,未必能够带来产业的整合、互补。

有一种典型的情况,一家公司估值偏高,研究员报告里,则会这样说一句:考虑公司未来持续的扩张预期,账面仍然有几十亿现金,未来公司有收购预期。所以当前表面看有些偏高的估值,其实较为合理。

华谊兄弟先后收购了一家手游公司和张国旗下旗的影视公司,华谊兄弟股价也在一年里从6元一度上涨到最高的40元。

在股价大幅上涨过程中,国内一些机构对华谊兄弟信心满满。在华谊兄弟股价在35元附近,一家大型券商发布了对华谊兄弟继续看好的研报,宣布维持“买入”评级。当时该机构算出华谊的股价对应2013年~2015年市盈率分别为68倍、55倍、46倍。这么高的市盈率背后还还给买入评级,机构显然觉得,华谊是一家高成长公司。

该券商研报分析,在国内银幕密度达到饱和之前,行业高成长阶段国产片行业仍有长期配置价值,公司作为电影业龙头公司仍将分享行业景气度。

除了行业的景气度高之外,并购预期才是该机构重点推介华谊的理由。“公司利用资本平台优势,在传媒

业并购潮起阶段,拓展包括品牌授权、移动互联网等内容与渠道业态,进入新的成长性行业,迈向综合娱乐集团的前景可期。”

然而,华谊兄弟股价下跌后仍然表示看好华谊,理由是:后续股价催化剂在于《私人定制》等影片票房的优良表现、掌握科技复牌带来的公司价值提升、持续新业务布局等。

然而,华谊兄弟《私人定制》的票房远低于市场预期,电影上映后,股价即大幅下挫。华谊兄弟拍电影的竞争力是不是坚不可摧、还有很大疑问,更何况刚刚涉足的手游,或亦是遥不可及的并购预期。

南方基金投资总监邱国鹭认为,电影和手游这两个行业的特点是赢家并不通吃,搜索是赢家通吃,社交是赢家通吃,商务是赢家通吃的,但是内容产业不一定是赢家通吃。今年你的电影可能最好看,明年就不一定了,市场将根据观众口味和游戏玩家口味不断地变化。”

邱国鹭称,一些电影公司即使现在真的是行业内前几名,但并没有持续竞争优势。加上拍电影投资周期长、现金流不稳定、回报预期不确定,从内容的角度看,拍电影不是好生意。

沾边海外牛股代表案例:中环股份

近一两年来,很多A股上市公司

股价大幅上涨,与海外市场的联动密不可分。从最近的特斯拉到去年的太阳能公司SunPower、风电公司明阳风电,中国股市与美国股市不断上演着西边唱来东边和的故事。

然而,同一个行业、同一个领域,企业的千差万别,时间拉长后才会发现,同行好,未必自己也好。

中环股份的一个合作伙伴名叫SunPower,这家美国的上市公司近两年市场表现强劲。去年1月,SunPower宣布两电站被巴菲特旗下中美能源收购,公司股价大幅上涨。中环股份也开始受到国内投资人的追捧。

技术上,中环股份在高效硅片方面具有全球领先的技术和低成本潜力,SunPower在电池片和光伏发电方面具有全球领先的效率优势和度电成本优势。两家公司的合作被认为,有望凭借技术实力,在国内光伏市场取得不可比拟的竞争优势。

巴菲特、新技术、太阳能行业复苏,一切看起来都很好。中环股份股价从12元一路上涨到近30元,当时市场上甚至有传言称,公司技术独特,竞争力非常强,未来业绩能支撑股价上百元。一些机构也是在25元附近还在不断发布“增持”、“强烈推荐”的建议。

和类似的高新技术故事一样,这类公司面临着类似的风险:新技术的推广迟迟没有按预期实施,甚至有新的技术替代了现有技术。

目前,中环股份股价从30元附近,一路暴跌到目前的16元左右,成了又一个被腰斩的神话。

记者观察 | Observation |

别让研报估值“放卫星”

证券时报记者 靳书阳

过去一年,多家公司(TMT(科技、媒体和通信)概念火爆,使得如何对涉及上述领域的公司重新进行估值,成为一个棘手的问题。在业绩预测不确定性加大,上市公司股价又一飞冲天的情况下,畅想未来高增长成为解释股价合理性的唯一方式。这在多家机构的研究报告里并不鲜见。

以国泰君安对一家新近收购手游的传统玩具公司所出具的研究报告为例。报告认为,收购之后,考虑到后续可能的并购,给予该公司一定的估值溢价,给予公司游戏业务2014年100倍的市盈率。这一估值水平,远超过公司原有广告和玩具业务2014年35倍,化工业务20倍市盈率的估值水平,也成为报告进一步预测公司股价上涨的基础。报告还对业绩增速作出了具体预测,认为公司2014至2015年游戏利润增长率分别为76%及57%。

但值得注意的是,由于手游行业新产品成功与否的不确定性要远超传统业务,业绩预测的准确性由此也难以保证。

银河证券一份研报显示,中青宝2013年曾独家代理的一款手游,由于各方面问题,并未如市场预期成为千万级流水产品。这一现象并非个案,正如单部电影票房无法预测一样,单个手机游

戏的运营收入也具有很大不确定性。一些免费下载时火爆的游戏,一旦进入付费阶段,用户忠诚度难以保证。

从以往的收购案例来看,一些上市公司在巨资收购手游产品后,利润增速的实现程度,不仅研究机构不能成功预测业绩增长的范围,甚至也超出了上市公司控制范围。

相比中青宝,奥飞动漫等上市公司,一些原有业务与游戏领域毫无关联的企业,通过并购的方式进入这一领域,则会面临管理团队磨合期的阵痛。如果不能妥善解决,甚至会导致核心技术团队的流失,这些不可测因素更大大增加了研报对业绩预测的难度。

上海一位知名私募基金的研究员表示,对买方基金来说,一些尚未产生确定需求增长的行业,想象空间的大小成为选股的一个决定性因素。某种程度上说,操盘水平直接决定了基金参与该类别的收益,研究报告参考作用大幅降低。

由于我国卖方研究发表观点受到买方基金的多重束缚,“说涨不说跌”成为行业潜规则。面对股价已经飙升的事实,如果不能调查公司业绩增长的增速预测,也难以解释目前股价市盈率高企的现状。而TMT领域的发展规律,与传统行业又有很大不同,研究报告一旦过高估计业绩增速,对公司市盈率的解释往往会变成“放卫星”。

研报力推造势特斯拉概念炒作

证券时报记者 童璐

随着特斯拉受追捧,国内新能源汽车政策渐明晰,涉及电动汽车产业链的相关概念股也在机构轮番推荐之下,强势上涨。是“乱市”出英雄,还是又一场击鼓传花的游戏?

据证券时报记者不完全统计,目前沪深两市沾上新能源汽车概念的公司已超过100家,涉及电池、电机、整车、充电桩等上下游产业链。截至3月6日,今年以新能源汽车为主题的券商研报累计352份。政策支持+乐观预期,已成为券商研报推荐的基本模式。

相关市场分析人士认为,虽然“唱好不唱衰”是股市常态,但一旦热炒概念的原定期望落空,股票投资风险也可能接踵而至。

万向钱潮澄清变利好目标价10天上调43%

理想丰满,但现实骨感。万向钱潮近日发布的一则澄清公告,导致券商报告被指“闭门造车”,也反映出机构对新能源汽车产业的乐观预期与公司、行业实际情况间存在差距。

万向钱潮3月3日发布公告,表示

未曾接待国泰君安的调研,公告涉及国泰君安2月27日发表的一份研报,其中称“万向钱潮就是新能源车投资标的”,认为“看好电动车的前景就可以认同万向电动车公司必然会正常盈利,那么万向电动车注入万向钱潮就是早晚的事”。该报告表示,由于公司新能源汽车属性突出,上调万向钱潮目标价至15元,市盈率(PE)36倍,维持增持评级。

证券时报记者发现,2月17日,同一分析师曾推出《万向钱潮:完成新能源汽车整车与电池布局》的研究报告,按照25倍PE给予万向钱潮目标价为10.5元/股。

上述两份报告均围绕着万向集团旗下菲斯克和A123间可能产生的协同效益、万向电动车未来注入上市公司预期等内容做出分析和评级。从2月17日到27日,万向钱潮的经营状况未发生变化,汽车销售市场和国家政策上也没有出台相应利好,变化较为明显的是万向钱潮的股价和市场对新能源汽车逐渐发酵的热情。

2月25日,万向钱潮因股价异动发布公告称,“公司管理层没有提出投资万向电动汽车的动议”及“目前我国电动汽车的生产与消费受制因素较多,预计在未来2年内,万向电动汽车整车难以形成规模”等内容,提示投资风险。

但风险警示被机构选择性解读为另一种利好:国泰君安在另一份研报中称,“万向钱潮25日的公告,说明公司正在致力于开发电动汽车的电机和电控,集团承诺注入的万向电动车具有整车与电池”,因此机构将PE由25倍上升至36倍,股票目标价格从10.5元/股变为15元/股。2月17日后,万向钱潮连续三日一字涨停,截至3月3日公司再度发布澄清公告时,股价已经由8.71元/股飙升至12.95元/股。

概念屡遭爆炒业绩或难支持

特斯拉是新兴概念,但本次新能源汽车概念的走红只能算是“前度刘郎今又来”,实际业绩能否支撑爆炒的股价,尚需时间观察。分析人士认为,新能源汽车有远景无近利,从估值的角度看,与新能源汽车相关的一些上市公司的股价已经过高。

从2009年国家启动“十城千辆”工程开始,在政策支持+乐观预期”推荐逻辑下,新能源汽车板块上市公司股价多次翻然起舞。比亚迪、江淮汽车、大洋电

机、江苏国泰等多家上市公司,股价均曾多次因新能源概念跌宕起伏。

以主营锂电池电解液的江苏国泰为例,2010年新能源汽车补贴政策出台后,多份券商研报表示,江苏国泰将显著受益于新能源汽车的持续性政策和巨大的潜在市场。其中,六氟磷酸锂项目备受机构关注,认为将成为公司发展重要引擎,增厚公司业绩。

市场跟所有的预测者开了玩笑:江苏国泰自2010年9月启动六氟磷酸锂中试,股价随即进入上升通道,1个月后才涨至最高的35.1元/股;2012年11月29日,公司宣布停止进展缓慢的项目中试,直接建设300吨年的六氟磷酸锂项目,公司股价从当天的7.19元/股,六个月内被拉升最高到19.03元/股。还未等股市的炒作热情退去,因电解液行业竞争激烈,利润迅速下滑,去年11月江苏国泰宣布,放弃该六氟磷酸锂项目。

深挖产业链淘金公司玩跨界经营

成为电动汽车潜在代理商、合资伙伴或是零部件供应商,是相关公司搭上新能源汽车和“特斯拉”概念的方式之一。同花顺数据终端显示,尽管豪迈科

技、方正机电、长信科技、均胜电子等均相继澄清未与特斯拉建立合作关系,但多家机构后期在研报中仍有所提及,认为公司与特斯拉后续“有可能”在更多领域展开合作。

随着市场对新能源汽车产业链的深度挖掘,上游的有色金属、稀土行业、下游的制造业等传统行业公司也渐渐沾上新能源汽车概念。铜陵有色近期获得长江证券推荐,理由是新能源车补贴降幅缩减,将利好磁材和锂板块。

涉及新能源的公司股价受追捧,吸引越来越多的公司跨界投资新能源汽车产业链。鑫科材料昨日宣布购买力神电池1.6%股权,合康变频近日也通过互动平台宣布,已经开始涉足新能源汽车领域,如低速电动汽车的驱动电机等。更早前,靠污水处理的桑德环境宣布投资锂电池产业链,并将其延伸至环卫电动车全产业链。

一位不愿具名的中汽协专家表示,市场对于“国产特斯拉”的热衷并不理性:新能源汽车符合国家战略需求,但政策导向不能取代市场需求。他认为,从目前用户反馈来看,新能源汽车不可能在2年内被国内广泛接受,新能源汽车之间不存在竞争,问题是新能源汽车能否在性价比上战胜传统燃油车。

张常春/制图