

# “白马杀”背后的资金图谱：不可忽视的融资盘

证券时报记者 王小伟

近期,包括美年健康、顺丰控股、中国中免、恒瑞医药等在内的白马股相继出现重挫、跌停甚至闪崩,与春节前的抱团行情形成鲜明对比。业绩表现通常被市场认为是A股“白马杀”行情持续上演的重要导火索,而“业绩杀”的本质也被指向机构抱团的“估值杀”。

虽然有来自于业绩表现、产业格局重构、行业监管变化等各种因素的考量,但是唯一不能被证伪的因素只有一个,即二级市场的集中抛售。“谈及“白马杀”的市场逻辑,多位资深市场人士都对证券时报记者表达了这样的观点。

从资金图谱来看,一个值得注意的现象是,不少白马个股在春节前后股价高位之际,同步伴随着融资规模达到峰值;在节后的震荡周期内,不少公司股价出现闪崩或者连续跌停的时间窗口,恰巧与融资峰值阶段的杠杆融资资金平仓点位相重叠。有市场人士就此认为,这有望从资金维度揭开近期不少白马个股出现闪崩和跌停的更深层原因。

## “业绩杀”与“估值杀”

近期下跌的白马股,共同特点就是去年以来累积较大涨幅,估值已经普遍不便宜。由于不少个股业绩表现不及市场预期,导致资金踩踏出货。”光大银行金融分析师周茂华对证券时报记者表示。

“业绩杀”最典型的是顺丰控股。由于今年首季预计净亏损超过9亿元,公司股价在公告当日一字跌停后再度连阴4日。中国中免一季度净利润28.49亿元低于市场30-35亿元的预期,股价也在4月13日出现跌停。

“眯着眼睛的白马股遭遇跌停,说明资本不相信眼泪。”上海产业合作促进中心私募委员会主任叶飞对记者分析,此前资金热衷于从确定性中寻找机会,不过随着年报和一季报的出炉,有些券商研究会议上出现了一些利空白马的传闻,这给市场带来了不安全感。京东方发布一季报预增8倍之后股价当日表现都相对羸弱,更别说业绩下滑或低于预期的白马股了。看来白马也不是白一辈子。”

业绩对股价表现存在直接影响,正在越来越多的白马个股中找到论据。京东方首季业绩靓丽,虽然当日股



与春节前的抱团行情形成鲜明对比,近期多只白马股相继出现重挫、跌停甚至闪崩,而白马股“业绩杀”的本质被指向机构抱团的“估值杀”。

至于“白马杀”的市场逻辑,资深市场人士认为,“虽然有来自于业绩表现、产业格局重构、行业监管变化等各种因素的考量,但是唯一不能被证伪的因素只有一个,即二级市场的集中抛售。”

从资金图谱来看,不少白马个股在春节前后股价高位之际,同步伴随着融资规模达到峰值;公司股价出现闪崩时,恰巧与融资峰值阶段的杠杆融资资金平仓点位相重叠。

价表现平平,但是此后数个交易日内出现较大幅度上扬。今年2月2日,上海家化也曾出现股价闪崩,当时市场猜测公司业绩不及预期所致,不过当日收盘后公司业绩表现抢眼打消担忧,此后公司股价也连续大涨。

业绩导火索的背后,是白马股所在赛道市场竞争重构的预判。无论是78亿美元投后估值的极兔之于顺丰,还是免税牌照扩围预期之于中免,都被市场认为可能出现类似拼多多之于京东之类的搅局者。”周茂华指出。

在“业绩杀”的基础上,甚至有市场人士认为不排除部分闪崩个股存在业绩提前泄密的可能。王灿(化名)曾是中金公司财富业务部门负责人,他对记者说,以中国中免为例,在公司去年年度和今年首季业绩披露前10天出现闪崩,公司董事会应该进行内查是否存在重大财务信息泄露事故,从CEO到财务总监,从董秘到所有知情人士。

市场人士之所以认为部分公司可能疑似提前泄密,与资金性质和变现路径密切相关。以美年健康为例,在公司6日龙虎榜上,机构席位高达7个,合计净流出金额上亿元。“一向理性的机构资金之所以不惜用跌停出逃,大概率与得知消息面上的确定性利空有关。”

“业绩杀”的本质是估值杀。”叶飞对记者表示,就连拥有盈利天花板的金龙鱼在年前PE都能被炒到112倍,不能不说白马股当时已经从市盈率走向了市盈率,从长期来看,估值回归必然发生。”

在王灿看来,白马股遭遇杀跌,放到更广泛的视角考量,并不稀奇。他举例说,在2018年4月,格力电器、伊利股份等不少白马个股就曾相继跌停;

而从全球市场来看,美国上世纪从60年代之后也开始出现机构最爱的“one decision”组合“漂亮50”,不过在70年代的熊市中,资金也同样把这些个股的高估值杀了一遍。“从最底层的资金逻辑来看,无非就是过去市场爆炒疯狂,预期打得太过,估值过高之后出现回归。只不过,白马团队被杀的时间节点不同,有的是把业绩当挡箭牌,有的是无理由砸盘。”

## 不可忽视的融资盘

一个值得注意的现象是,不少白马股在去年底和今年初都迎来了股东户数的大举扩容。以顺丰控股为例,2018年和2019年,公司股东户数持续在5.6万户徘徊,不过到了2020年底已经飙升到12万户左右,在2021年2月底更是达到16.52万户以上。

叶飞认为,这大概率意味着中小投资者存在高位接盘的可能。以三一重工为例,不管是北向资金,还是澳门金管局,亦或是社保基金、公募基金,都在去年四季度公司股价大涨的时候大举减仓,吃鱼身不吃鱼尾,成为拿走利润的赢家。”

对于不少白马公司而言,与股东户数大增同步的,就是融资盘的增长。在王灿看来,这或为近期部分白马股股价闪崩埋下了隐患。虽然市场热衷于从消息

面寻找“白马杀”行情的原因,但类似白马股股价崩盘,唯一不会被证伪的理由只有资金的集中抛售最具确定性。从近期杀白马行情来看,不少个股随着市场的震荡,已经临近了先前杠杆融资高峰的平仓红线。”

以中国中免为例,今年1月和2月间,公司股价曾出现连续大涨,吸引了部分狂热杠杆资金的杀入。2月18日是春节后A股开盘首日,中国中免股价快速冲高,并创出403元的历史最高点,当日公司融资买入额达到9.56亿元,净买入额达到3.88亿元,这两个指标都创出数年内的绝对峰值;加上此后两个交易日超过5亿元和11亿元的融资买入额,仅仅3天就有25亿融资买入盘杀入中国中免。

不过,在资金的狂热之下,却没能迎来公司股价的连续大涨。春节过后,中国中免股价反而下挫,跟随一众白马股的下杀同步调整,杠杆资金距离平仓风险线越来越近。

有北京券商人士对证券时报记者介绍,春节前市场较好,机构给出的融资比例能够达到1:1,平仓担保线通常会设置到130%。不同机构存在不同的风险偏好,有些券商还能给到更高的融资比例。

按照这一逻辑推算,当一只股票下跌了30%左右,就会有大量杠杆资金面临强平卖出的风险。具体到中国中免,在400元左右融资买入的资金,在跌到280

元左右的时候,就已经逼近甚至达到平仓线了。这被王灿认为是公司股票引发资金踩踏出现闪崩的重要原因。

从4月13日中国中免股价表现来看,当日午盘开盘数分钟内,公司股价下挫跌至295元附近;在随后的10多分钟内,卖盘资金迅速翻倍,拖累公司股价直奔跌停。王灿认为,这与融资盘疑似遭遇平仓的逻辑是相吻合的。即便股价在280元、290元上方,肯定也会出现部分资金担心杠杆风险提前出逃,而一旦触碰到平仓红线,势必会有更大量的卖单集中涌出砸盘。”

“不能小看数十亿元的融资杠杆资金对于市场的影响,尤其是集中卖出的时候。”王灿对记者补充说,当年光大乌龙指事件,就是200亿元的资金规模形成对大盘指数的拉动。毕竟大额资金通常引发羊群效应,从中国中免案例来看,确实也存在其他类型的中小资金抢跑出局的迹象,这加大了公司股价下杀的力度,最终把公司股价摁在了跌停板上。”

不仅中国中免,顺丰控股也面临同样的杠杆资金高位入场、此后触及平仓线的可能。2月10日和18日连续两个交易日,顺丰控股融资买入额分别高达6.224亿元和5.63亿元,较平时1亿元左右的水平翻了5倍,而这两个交易日也是顺丰控股加速赶顶,股价突破124元历史峰值的时候。按照机构的设置比例,这些融资盘的平仓线是在80元上方。巧合的是,顺丰控股正是当股价在此位置之际爆发出今年首季业绩巨亏。

顺丰刚好好踩在融资平仓线附近发布了重大利空,这就导致公司在首日跌停之后,即便次日全天出现高达110亿元的成交额,也依然没能挡住公司股票再度逼近跌停的命运。”王灿分析。

对于杠杆资金对白马股股价的冲

击,周茂华持认可态度。“一方面,包括美年健康等公司在内,都已明确从未在任何场合给出2021年业绩指引等相关表态。另一方面,单纯从业绩角度理解存在一定问题,比如中国中免首季业绩只是稍微低于预期,要是换几个月前,至多低开3%。但是公司股价直接遭遇闪崩,这需要从另外视角找寻原因。从资金层面找寻杀白马的逻辑更为合理。”

叶飞则对证券时报记者说,“与刘锦焯在南岭民爆、正川股份等个股中采用跌停出货的彪悍方式不同,白马股出现‘一字断魂刀’,在近些年的A股市场比较罕见。但是两者相同的是,‘一字断魂刀’都关紧了中小散户平仓的大门,而从其操盘路径来看,杠杆配资也成为显著特征之一。”

“顺丰和中免或许并非白马跌停的最后案例。”王灿补充说,质优白马股通常都是融资融券标的,凡是在最高点或者次高点买入的股票,一旦跌到相应担保比例线,都应谨慎对待杠杆资金集中卖出的风险。”

## 谨防负反馈

“杀白马”行情正在强化市场的谨慎心理。除了杠杆风险,部分市场人士还提醒,应该谨防入场机构资金形成“负反馈”。

周茂华分析,在相当一段时期内,机构抱团背后所折射出的本质,是市场参与者在资本市场制度优化完善背景下,权衡风险与收益之后所作出的自然选择。不过,在白马股估值相对高企之后,对流动性边际变化的敏感度也开始变高。从近期市场特征来看,情绪已经偏向谨慎,两市成交量较此前8000亿元以上出现回落;同时,宏观经济整体延续良好恢复态势,货币政策逐步回归中性,市场担忧无风险利率中枢抬升,高估值资产压力上升,引发投资者获利了结、调仓换股。其中,此前一些行业龙头白马股受机构抱团仓位较重,这些资金对这些个股股价影响较大。”

春节前后,多只基金频繁蒸发之际,市场观点普遍认为,随着百亿基金越来越多,由于只能配置大市值股票,进而带来市场的进一步结构化。

但是从今年市场的阶段性表现来看,与前述预期判若云泥。王灿表示,“从今年来看,相对高估值的白马行情对流动性边际变化的敏感度也极高,一旦市场赚钱效应减弱,应该谨防市场可能进入‘赎回-抛售-抱团瓦解’的负反馈中。”

在叶飞看来,白马股投资与其说是选公司,不如说是选时点。随着半年报的披露,新资金有可能重新拥抱白马。这在A股历史上曾多次发生。A股杀白马也给投资者带来新的启示,股票市场永远是生在分歧,死在一致。分散投资、顺势而为才是规避风险的王道。”

# 天健集团:持续深耕特区城市建设 扣非归母净利同比增长23.07%

4月12日晚,天健集团(000090.SZ)公布2020年年报,公司全年实现营收171.2亿元,同比增长16.8%;归母净利润14.9亿元,同比增长20.2%;扣非归母净利润14.55亿元,同比增长23.07%。对应每股收益约为0.738元。公司拟每10股派发现金红利3.8元(含税)。

利润指标方面,天健集团毛利率同比提升0.25个百分点至23.82%,主要系房地产业务由高毛利率的天健天骄等项目结转带动,该业务板块毛利率同比提升5.5个百分点至47.4%。另外公司经营持续提质增效,三大费用占整体占比从2019年的4.22%降低到2020年3.85%,其中管理费用降低0.43个百分点。

流动性指标上,天健集团现金流良好,截至期末在手现金约86.30亿元,约为一年以内到长期短期负债总和的105.5%,同时流动比率约为1.5,短期流动性无忧。长期债务方面,公司利息保障倍数约3.75,现金利息保障倍数约1.82,资产负债率低于行业平均水平。

## 特区建工旗下核心资产 深耕城市建设与服务

2020年,深圳市国资委整合天健集团、建安集团、综合交通设计研究院、路桥集团等四大国企,组建特区建工集团,抢抓“双区驱动”重大历史机遇,全力做优做强深圳城市建设与服务平台。

天健集团背靠深圳国资,作为特区建工旗下唯一上市企业,充分受益制度及区域红利,进入发展新阶段。公司坚持以城市建设与城市服务为主体、以投资和新型业务为两翼”,以“大建工、大管养、大棚改”三大平台为长期发展战略,对比单一建筑类企业更具综合专业优势和业务协同优势。

公司城市建设业务覆盖交通与市政公用设施、建筑工程等多个方面,2020年录得营收123.06亿元,同比增长26.62%,创下历史新高,总营收占比提升至71.85%。全年施

工项目新签合同额116.38亿元,新增物业服务面积近400万平方米,新增一级建造师93人。截至报告期末,天健集团在建设项目共184项,涉及合同造价332.99亿元,保障系数约为2.71,订单充沛支撑长期业绩弹性。

重点工程上,2020年天健集团中标的市政项目包括茅洲河碧道试点建设项目(光明段)施工、龙岗区龙岗河流域、深圳河流域、观澜河流域河流水质提升及污水处理提质增效工程等省级重点项目。其中茅洲河碧道项目是广东省首批碧道试点,为特区成立40周年献礼工程建设。侧面体现了公司较强的竞争力和较高的品牌地位。

## 综合开发项目优质 多项储备支撑长期发展

综合开发业务板块,天健集团已形成自主施工、开发、运营、服务的全产业链闭环,2020年该板块实现营业收入69.17亿元,同比增长5.42%。报告期内,公司在建、在售未结转及储备等各类项目计容总建筑面积累计超过280.21万平方米,实现认购金额70.95亿元、签约金额59.93亿元、回款金额57.72亿元;

拿地策略上,天健集团地产项目大部分位于粤港澳大湾区、长三角一体化等重点区域及部分省会城市,项目质地优良且利润率较高。如深圳市内重点项目天健天骄南苑,项目营收结算42.96亿,毛利率62.45%。苏州清风台项目,土地面积总额5.78万平方米,计容建筑面积69412平方米,交易总价款12.55亿元,土地成本低于长三角均价,具备良好发展前景。同时,公司深圳天健天骄北庐、惠州天健书香名邸、广州天健天玺花园、东莞天健阅江来项目已实现开盘;广州天健云山府、长沙天健城、南宁天健和府项目实现入伙。

另外,天健集团还手握深圳天健创智新天地和西丽汽车城等重点产业园区项目。据悉,创智新天地项目曾连续4年

被评为深圳市年度重大项目,项目占地面积2.67万平方米,规划计容建筑面积9.89万平方米,目前主体结构已封顶,正在进行室外工程施工,计划于2021年6月30日竣工备案。

## 城市管养“排头兵” 特区棚改“主力军”

天健集团的城市服务业务是城市建设与综合开发产业链的价值延伸,其中包括了管养服务、棚户区改造服务、商业运营服务和物业服务等,2020年营业收入10.46亿元,同比增长1.9%。

管养服务方面,天健承担深圳市公路、桥梁、隧道的日常养护与运营管理职责,报告期内承接道路养护3046条,桥梁1104座,合计里程2257.64公里;设施维护道路5064条,里程3583公里。2020年6月子公司中标深圳首个市政道路一体化管养项目——坪山区市政道路一体化管养改革试点项目,彰显城市基础设施一体化、智慧化上的管养水平与能力。

棚户区改造服务方面,天健集团积极践行国企担当,成为深圳市棚户区改造工程的“主力军”。报告期内,公司拓展各类前期服务项目23个,号称“全国棚改第一难”的罗湖“二线插花地”棚户区改造工程,已全面进入建设阶段。另外,公司于去年6月中标宝安区碧海花园棚改项目,项目占地总面积约2.36万平方米,建成之后不仅惠及近500户回迁业主,还将提供约800套人才住房,配套幼儿园、便民服务站、文化活动室、社康中心等基础设施,具备巨大的社会人文效益。

物业服务方面,期内城市服务在管项目300个,业务覆盖全国29个城市,客户满意度94.8%。公司有效提升存量资产价值,探索新兴业务增长点。中标深圳市福田区莲花街道环卫等城市业务一体化管理试点项目,开展“物业城市”业务试点,开发首个定制化企业公寓“天健格致公寓”项目,设立“天健蜜厨”社区食堂,打造“悦悦服务”、“S+天妃服务”特色品牌,品牌建设上新台阶。

## 坚持城建与服务主业 实现跨越式发展

放眼“十四五”,天健集团表示,作为特区建工集团核心企业,公司未来将牢牢把握“城市建设与服务”核心功能,立足深圳、服务湾区,持续推动“做强规模、做优利润、做大市值”三件大事;坚持深化改革、科技创新,努力探索培育新型业务,借力资本市场,稳固与强化特区建工集团核心企业的引领和支撑作用,进一步夯实城市建设与城市服务的核心能力,成为令人尊敬创造美好生活的城市综合运营商。

2021年作为“十四五”开局之年,公司年度经营计划包括:充分利用特区建工集团资源优势和上市公司资本运作平台作用,牢牢把握历史时机,以改革创新驱动发展,着力夯基础、提能力、塑品牌,推动业务转型升级。公司拟通过做优布局,做大做强城市建设业务;提能力,增强综合开发发展后劲;挖潜力,创新城市服务模式;谋创新,实现跨越式发展等四大路径,实现可持续高质量发展,2021年计划完成年度投资总额不低于70亿元。

天健集团表示,今后一方面将以“双区”建设规划为指引,采用市场化方式打造完善产业链,努力向航空疏浚、轨道交通、电力施工、海洋水利、能源建设、机场建设、综合管廊等业务领域拓展。另一方面,公司也将积极谋求新业务、新增长点。准确把握政府需求与市场动向,深入研究碳达峰、碳中和、生态治理、托育、养老等国家重点关注及重点发展的领域,结合现有业务,打造投资建设、服务运营的业务闭环。

此外,凭借着上市公司资本运作平台优势,天健集团拟加大收购力度,积极寻找与公司产业链协同、具有高附加值的数字建造、建筑科技、绿色材料、智慧城市、城市安全运营等领域的优质企业标的,为公司高质量发展持续积蓄势能。(CIS)