

研报竟成反向指标 利益博弈谁是幕后推手

□本报记者 张舒琳 李惠敏

A股市场结构性行情的极致演绎,火了一些赛道,在公司股价走高之时,往往有人再添一把火。近日,有券商预测宁德时代2060年业绩中枢,还有券商将其目标价一再调高。

然而,对一些见怪不怪的投资者而言,有的研报却成了反向指标。研报看多即意味着提醒投资者,此时该保持冷静了。有人认为,对于此类研报需要关注背后的推演逻辑;也有人认为,这个现象是市场多方推动的结果。对投资者而言,有深度的研究报告仍具有稀缺价值。

大胆预测引争议

近日,某券商研报因为过于长远的大胆预测而意外火“出圈”——站在2021年的当下,直接预测宁德时代储能业务到2060年的营收中枢。

这并非孤例。日前,在宁德时代股价创下盘中历史新高之际,还有另一知名券商趁热调高目标价,研报中给予宁德时代2023年65倍市盈率的估值,目标价为754元,距离当日的股价还有37%的上涨空间。但从研报发布之后,宁德时代股价便震荡下跌,最新股价494.11元,相较于高点已经跌逾15%。

这与半年多以前茅台的命运惊人相似。今年春节前,在茅台股价冲破2600元之际,有券商随之抬升估值,将其目标价调高至3000元,并在标题里喊出“三万亿从今越”的口号。

然而,这份备受瞩目的研报,随即就遭到市场“打脸”。茅台股价在创下历史新高后开启了一路下跌的走势,最新股价为1548元,若要达到上述券商所给的目标价,还需要接近翻倍的涨幅。

不少股民戏称,这些在市场火热时“火上浇油”的研报,已然成了反向指标。而对于上述颇有些博眼球意味的估值方法,某知名分析师直言:“我觉得买方也不会认可,大家都只是当个段子听听。”

显然,作为用真金白银参与市场的基金机构,面对这些研究结论,并不能简单地一笑而过。对于诸如“2060年业绩中枢”“运动式估值”等大胆预测,投资者该如何解读?

津京资本基金经理吴悦风表示,相比结论,更应关注研究员写这份报告的思维和框架。以宁德时代某研报为例,核心所体现的是当前新能源整车的渗透率数据非常低,虽然汽车的销售总量增速目前在缓慢下滑,但新能源车处于细分领域景气度上行的特殊情况。研报所描绘的是一个在市场情绪极度乐观或市场预期持续往上的情景下,估值上限能达到的量级。吴悦风表示,以新能源行业为例,其中一些细分行业的业绩是能算清楚的,往后推三年估值也能看得懂;但另外一些细分行业短期内没有落地的可能性,往后推三年甚至一年都算不清。

同时,对于卖方提供的研报,买方也并不十分关注卖方给予的买入或增持评级,以及非常见的估值方法。一位基金经理表示:“看研报时只关注其中的数据图表,引用一些卖方数据,具体投资还是需要根据买方内部报告,通过自身的逻辑框架来得出结论。”



视觉中国图片

宁德时代上市以来市盈率(TTM)变化



数据来源/Wind

语出惊人意欲何为

细数这些语出惊人的研报,大多出现在结构化行情较显著的时候,并聚焦于市场受宠的热门赛道。而高调预测的背后,实际上是市场参与者利益的博弈。在基金经理看来,这样的大胆预测早已不新鲜,背后的意图也清晰明了。

北京某私募投资总监林洋(化名)调侃:“卖方肯定是什么涨推什么,比如某个交易日券商股涨停,晚上就出现一堆推券商板块的报告。如果转天该板块大跌,就没有人说话了。一旦接着上涨,立马就上调估值。如果涨了一倍,今年的估值就不够了,马上看到三年后。”

因素较多,投资者也更愿意为表现好的板块买单,从而导致对高估值的容忍度普遍提升。某知名分析师表示:“现在许多行业缺乏景气度,大家目光都聚集在新能源赛道,这些研报估算终值只是表达方式夸张了一些,而高估值的本质是在追求高景气赛道。”

吴悦风认为,所有市场参与方都是这个现象的背后推动者。“国内的投资行业就像‘鸡娃’的家长,普遍都有焦虑。为了吸引客户扩大规模,基金经理总是会想尽办法提高收益率,押赛道就成了部分基金经理的手段之一,而很多个人投资者也非常偏好这一点。投资动作变形就推动了市场风格更趋极致,那么卖方的行为随之改变。”吴悦风表示,最终多方力量博弈形成微妙的平衡,也就不难解释为何研报里会出现透支未来的“运动式估值”。

卖方服务走向何方

对于部分缺乏深入研究、喊口号式的研报,有基金经理直接用平庸来形容其研究价值:“现在很少能碰到让人觉得研究非常深刻的卖方。整体而言,卖方研究基本是全市场同步的。如果等到研报出来再去买,已经落后于市场了。”

吴悦风也表示,买方对于重仓的标的,需要特别深度的研究,这时候卖方给予的服务和支持未必足够。

但是,这并不意味着券商研报正在逐渐失去价值。在基金经理看来,券商研报仍然是日常研究中非常重要的参考工具,其主要价值在于提供基础的研究框架。

在吴悦风看来,在一些特定的选股周期和选股时点,卖方的重要性就有所体现。例如,若需要选出某一行业中某个指标做得最好的企业,卖方涉及的宽度是更广的。买方的人数比较少,除了大型公募基金公司,中等公募和私募配备的研究员也就几十个,相比动辄近百人的卖方研究所,研究力量肯定不足。尤其是在当前上市公司越来越多,部分次新股基本面也不错的背景下,买方全部覆盖其实很难。

林洋也表示,在研究一家公司时,一般要先找两三家券商来分别讲解,接着由自身研究员再做深入研究。券商通过对行业的深度研究,可以在短时间内把公司历史、管理层等基础信息讲清楚,然后投资人再根据自己的经验加强研究。

某北京公募基金基金经理表示,有时候其持仓的个股一直下跌,但进行过基本面分析后也找不到原因,这时就需要和一些宏观、政策方面的券商分析师进行具体讨论。

还有一种观点认为,券商研究所现在的价值更多体现在引荐上市公司、组织定制化调研、专家访谈等方面提供服务。一位公募人士指出,现在卖方服务已经不是简单的研究分析,还包括组织路演、调研、数据处理等服务。

而在多位基金经理看来,研究本身的价值才是关键。“组织调研、约见高管这些附加服务虽然也很重要,但只有重仓股或者重点关注的公司才需要深入交流,并不是对所有公司都需要这些服务。我们还是希望卖方对公司研究能更深一些。”林洋表示。

某券商首席分析师表示,卖方研究不可能消亡,目前卖方的问题是同质化研究过剩。市场需求还是有,只不过供给过剩。“买方研究水平的上升也和数量众多的卖方研究相关,脱离了卖方研究,买方就是无本之木。打个比方,多家券商的行业分析师提供研究服务,对买方而言,能掌握的行业信息肯定比单一券商多很多。”他表示,当供给过剩后,若是碰上市场不好的时候,尾部的券商研究就会被市场淘汰,但市场若是变好,又有新的卖方力量加入。

上述知名分析师认为:“卖方服务已经出现集中化趋势。随着买方规模差异逐渐拉大,管理人向头部集中,卖方的研究服务也随之集中化。管理500亿元规模的基金经理,得到的服务一定比管理50亿元规模的更及时、更全面。”