



广发银行|CGB

广纳百川 发展无限

400-830-8003 www.cgbchina.com.cn



上市公司“大忽悠”券商研报“放卫星”

揭秘A股公司四大“高成长”陷阱

□本报记者 顾鑫

重庆啤酒、中恒集团、海普瑞……一只只耳熟能详的明星股、券商研报里的高成长股，最终交给投资者的却是一份份惨淡的答卷。

从成长股的诞生看，市场需求持续爆发式增长、成长空间广阔、行业进入壁垒较高、商业模式难以复制等是较为一致的原因，这也是投资者通常可以从上市公司招股书、增发方案、券商研究报告等渠道获得的信息。如果上市公司没有“扯谎”，券商研报没有“放卫星”，投资者基于这些信息做出的投资决策，胜算可能会更高。

然而，很多时候，一些上市公司的预言越是天花乱坠，券商研报越是强烈推荐，投资者可能越需要谨慎。毕竟预言不是现实，过去的高成长不意味着成长还能持续，未来高成长的实现还需要突破一些瓶颈，更有甚者，高成长有时只是财务报表粉饰的结果和圈钱的借口，这些原因直接造成高成长预期落空，形成“高成长”陷阱。

陷阱一

虚构预期伪造业绩

在诸多高成长陷阱中，最令投资者感到愤怒的无疑是通过造假手段虚增业绩或者虚构业绩预期，用账面的高成长来掩盖上市公司的种种问题和现实不可告人的目的。

以2012年1月17日公告遭到广西证监局现场检查的中恒集团600252)为例，在公司治理、信息披露、财务会计、募集资金使用和管理等方面，中恒集团均存在较多问题。就在2010年，该股票还是资本市场炙手可热的牛股，全年涨幅超过1.5倍。

财务数据显示，2006年，中恒集团实现营业收入3亿元，净利润0.2亿元；2009年，公司实现营业收入7亿元，净利润1.257亿元；2010年，公司实现营业收入14亿元，净利润3.986亿元。

中恒集团业绩增长来自于其拳头产品心脑血管药血栓通。对于该产品，有分析指出，血栓通为中恒集团独家生产品种，获得国家发改委的单独定价权，2009年1月获得发明专利授权，专利保护期至2026年，同时进入国家基本药物目录，为医保甲类品种。血栓通目前用于治疗缺血性血管疾病。

在市场一致看多的时候，2010年11月6日，中恒集团进一步公告称，公司控股子公司广西梧州制药股份有限公司与山东步长医药销

售有限公司签订协议，步长医药获得梧州制药生产的符合国家药品质量标准的全部产品的总经销权，承诺2011年度完成梧州制药含税销售收入23亿元，2012年度完成30亿元，以后3年每年递增。

当时，有评论指出，该销售目标真实性值得怀疑，公司主动为投资者创造业绩预期，很可能是为2010年12月28日中恒集团即将到来的9421.19万股股改限售股解禁服务，以便抬高股价和幕后庄家出货。

果不其然，2011年中恒集团的业绩预告将高成长神话彻底浇灭。公司预计，2011年实现营业收入11.52亿元，同比下降19%；净利润4亿元，同比微增0.38%。此前的2011年9月1日，公司公告称，因山东步长医药公司无法完成总经销协议约定的销售任务，经双方协商，同意解除《产品总经销协议书》。

除了构建虚假的业绩预期，中恒集团此前的高速增长也遭到质疑。有市场分析指出，2006年至2011年三季度，公司净利润总额为10.83亿元，经营性现金净流入总和为1.18亿元，净利润远高于经营性现金流，近九成的利润只是体现在账面上。2010年，公司非公开发行股票募集资金净额3.6亿元，当年投资活动现金净流出3.79亿元，有掏空上市公司嫌疑。

陷阱二

强弩之末风光不再

情况更为普遍的“高成长”陷阱是上市公司的成长黄金期已成过去，但投资者仍期待其维持高速增长，这种一厢情愿的认识一般情况下要到遭遇定期财务报道业绩“地雷”时才会发生改变。

很多投资者感到不解：上市之前成长那么快，发行价那么高，为什么上市之后这么快就业绩变脸？一位PE人士解释，从企业发展的生命周期看，很多公司上市之后，已经从高速增长期进入成熟期，因此很多发行价较高的公司现在大面积破发。

上市公司发展速度减慢或者下降的原因主要有两类：一是新进入者不断增加，随着市场竞争变得更为激烈，利润率不断降低；二是产能增长超过市场需求增速，当市场饱和或者萎缩，依靠规模扩张来做大变得不再可行。

以2010年5月上市的海普瑞002399)为例，发行价为148元，上市之初一度涨至188元以上，但最新的价格已经跌至60元以下（后复权）。去年一季度显示，公司实现营业收入6.78亿元，同比下降16.3%；实现净利润1.52亿元，同比下降39.11%。分析人士指出，海普瑞业绩下滑的主要原因是销售价格下降，而生产成本在急剧攀升。

当初，市场看好海普瑞的一条

重要理由是其市场“唯一性”，当时有券商报告称，海普瑞是全球最大的肝素钠原料药供应商，是国内唯一一家取得美国FDA（食品与药物管理局）和欧盟CEP（欧洲药典适用性）认证的肝素钠原料药生产企业。

对此，业内人士指出，千红制药等公司也拿到了FDA的认证，国内主营肝素钠的还有常山药业、北大荒丰缘集团有限公司等。行业扩产比较积极，竞争日益加剧，原料涨价和产品降价的出现有一定必然性。

再以2011年1月上市的华锐风电601558)为例，数据显示，2008年，华锐新增装机935台，新增风电装机容量1403兆瓦，排名中国第一、全球第七。2009年，华锐新增风电装机容量3510兆瓦，排名中国第一、全球第三。疯狂成长的主要原因是风电产业政策和五大电力公司的支持。

然而，逐步收紧的风电产业政策对华锐风电的市场需求产生了巨大影响。2012年1月31日，公司发布业绩预告称，2011年归属于母公司股东的净利润较上年同期下降50%以上。业绩下降原因是：市场竞争激烈导致产品销售价格下降、销售费用减少；受项目审批延缓以及宏观经济周期性波动的影响，部分项目建设延期。



IC图片

陷阱三

背靠大树不好乘凉

常言道，背靠大树好乘凉。对于上市公司而言，如果有一个规模较大、实力较雄厚的下游客户，该公司一般能够获得较为稳定的收入来源，并且随着大客户一起成长。可是，如果上市公司赖以生存的大客户对于其生产的产品不再满意，想要更换供货商，这对于上市公司来说无疑是灭顶之灾。

以国民技术800077)为例，公司于2010年4月上市，发行价为87.5元，一度上涨至183元以上，最新价已跌至60元附近（后复权）。市场对公司的认识发生变化的重要原因是，公司背靠的中国移动对其产品的态度发生了变化。

2010年，公司实现营业收入70,237.34万元，较去年同期增长50.77%；实现净利润17,701.75万元，较去年同期增长51.37%。从环比数据显示，公司业绩已经呈现出下滑态势。2010年的二、三、四季度的净利润分别为4779万元、3917万元、3222.6万元，持续环比下滑。

公司在2010年年报中表示，公司管理层也认识到，在公司经营实力进一步增强、宏观环境存在诸多发展机遇的同时，主营产品业务受到竞争加剧、创新产品业务面临产业政策或行业标准不确定等因素带来的挑战。

上面所称的行业标准即手机支付标准。公开资料显示，2009年11月，中移动

正式宣布启动RF-SIM；2010年5月，银联携中国联通、中国电信及产业链多家企业成立手机支付产业联盟，中移动不在合作名单之列；2010年6月底，中国移动被证实加入银联为首的移动支付产业联盟，这被业界普遍视为中移动弃守2.4GHz支付标准，转投银联13.56MHz支付标准的信号。

在手机支付行业，国民技术正是2.4GHz标准核心技术的掌握者，市场此前充分看好该公司，正是预期2.4GHz将会成为中国移动的主推标准。中国移动放弃主推2.4GHz，对于国民技术造成非常大压力。当时有人戏称：“大象转身本来十分正常，只是对于背靠着大象乘凉的蚂蚁，如果应对不及时，则有性命之虞了。”

2011年中报显示，国民技术实现营业收入3.117亿元，同比下降18.82%；实现净利润5892万元，同比下降44.22%。公司表示，长期以来，存在关于手机移动支付相关技术标准的讨论，减缓了2.4GHz RFID移动支付产品及方案市场持续推广的速度和幅度。

公司在三季报中预计，2011年的净利润可能较上年下降40%—55%。与此同时，自2011年5月底以来，公司解禁的限售股在持续减持。公告显示，最近的一笔减持发生在2011年11月22日。

陷阱四

偏离主业盲目多元

一些公司上市以后不久，便开始发展一些新业务，美其名曰培育新的增长点。然而，新产品总是要面临技术不过关的风险，如果新业务发展过多，与主业又没有什么关系，缺乏新项目运作经验，对于风险的估计不足，往往会使得主业的发展受阻并导致亏损。

以浙江的民营上市公司鑫富药业002019)为例，公司于2004年7月上市，从2007年开始进行多元化，涉足的项目包括降解新材料、活性炭、PVB胶片、汽车零部件、三氯蔗糖、碳纤维材料、EVA胶片、羟基乙酸等。

时至今日，这些新项目并没有给公司的业绩带来改善，反而带来了巨额亏损。2011年业绩预告显示，公司2011年度归属于上市公司股东的净利润为亏损2.15亿元至2.2亿元，较公司在三季报中披露的预亏9100万至9600万元增加了约1.2亿元，幅度达130%。

公司解释，此次增加的约1.2亿元的预亏金额，主要系经营性亏损扩大、投资收益减少以及资产减值等原因影响。主营业务方面，预计经营性亏损6000多万元，比上次预计增加4000多万元。公司年产1万吨连续法PBS系列项目，在生产过程中因

质量不稳定造成少量退货及不合格品。PVB胶片项目，因目前主要销售建筑玻璃级胶片成本高于售价，EVA胶片整体形势仍不理想，销售未达到预期目标。

投资收益也比上次预计减少约4000万元。截至2011年12月31日，公司仅收到出售杭州易辰孚特汽车零部件有限公司20%股权的款项3500万元，占协议约定股份转让总价款的29.66%，暂时无法确认股权转让收益。此外，2011年底公司对相关资产进行了减值测试，按照测试结果，预计计提资产减值准备共计1.53亿元，比上次预计增加4000多万元。

2010年年报中，鑫富药业就进行了大额的资产减值准备，当时市场预期公司能够甩掉包袱、轻装上阵。年报显示，公司2010年实现营业收入3.8亿元，同比下降6.43%；净利润-1.98亿元，同比下降750.49%。2010年的亏损绝大部分源于计提减值准备，直接影响公司2010年度经营业绩1.44亿元。

鑫富药业的一位内部人士对中国证券报记者表示，公司发展的这些新项目中，有盈利希望的只有降解塑料，但是由于公司的生产成本比较高，未来项目实现盈利的难度依然比较大。

吕随启：过度包装是祸根

□本报记者 顾鑫

北京大学证券研究所所长吕随启2月6日接受中国证券报记者专访时表示，A股的“高成长”陷阱主要体现在新股上市以后业绩不达预期和老股高成长题材的破灭，其中创业板的“高成长”陷阱最为典型。“高成长”陷阱产生的重要原因是过度包装。

包装出来的“高成长”

中国证券报：一些上市公司因存在高成长预期，得到市场的青睐，可是很多时候，最终高成长预期并没有兑现，导致“高成长”陷阱的出现。对于高成长，投资者到底该怎么理解？什么样的股票才能归为高成长股？

吕随启：高成长公司应该有以下几点：一是公司所处的行业是朝阳行业，而不是夕阳行业；二是公司的主营业务与产业政策相吻合；三是主业比较清晰，如果业务太多、主业不清晰，则难以实现高成长；四是拥有独特的专利、技术；五是经营上具有比较强的独立性，不受制于人；六是公司依托于其技术所开发出来的产品和服务处于上升期，不能是在研发投入期，也不能处于生命周期的末端。

中国证券报：A股中这样的公司大概占多大比例？

吕随启：真正的高成长股所占比例较小，这也是所谓“高成长”陷阱屡屡出现的原因。“高成长”陷阱主要集中在创业板、中小板，其中以创业板最为典型。主板出现这种情况的比较少，因为后者能够给投资者带来高成长预期的股票也比较少。

中国证券报：从创业板看，出现“高成长”陷阱的原因是什么？

吕随启：部分企业处在初创期，没有足够的信用背景，也没有特别核心的技术和主打产品，将来是否能够创业成功也不清楚，为了能够成功上市，会对自身进行包装，画一个很大的饼，描绘出一幅美好前景。由于存在信息不对称，单个投资者没有能力辨别信息的真伪。但上市以后，这样的公司最终还是会原形毕露。

从全球看，创业板成功的也很少，除了美国的纳斯达克。在美国的纳斯达克上市需要有核心的技术做支撑，企业有可能做大，而且确实产生了一些巨无霸企业，这跟一般的创业板或中小企业板有较大区别。我们现在碰到的是，给中小企业提供一笔融资以后，这些企业永远都是中小企业，搞不好还是经过过度包装才上市的公司，缺乏核心竞争力。

中国证券报：企业包装上市的动力来自哪里？

吕随启：在当前的背景下，本来价值10块钱的东西能卖几十块甚至上百块，企业经营很多年获得的回报不如上市以后的一夜暴富，干嘛不上市？一些企业为了上市而上市，而处在初创期的企业，实实在在的在东西比较少，必然出现过度包装的情形，有动力去造假，否则难以上市。

中国证券报：老股曝出“高成长”题

材，是否存在造假或者包装的情况？

吕随启：当然存在。比如一家公司本来没有多元化的想法，机构投资者想要给这家公司营造题材，就忽悠这家公司的老板，告诉他应该干什么。

比如，重庆啤酒开发生物医药，开始未必就有这种动机，其主业啤酒离医药很远，搞医药需要截然不同的技术力量，真有闲钱搞房地产风险都会小得多。公司之所以这么做，很有可能是券商和基金出的主意，这一题材发布出去之后，必然导致股价的大幅上涨。

新产品研发期不要介入

中国证券报：如何辨别过度包装上市的公司？

吕随启：对于普通投资者来说，由于信息不对称和缺乏专业知识，很难辨别上市公司企业是否过度包装。初创期的企业，一般情况下不适宜上市融资，因为缺少足够的信用背景，只能通过银行进行间接融资。银行作为专业的金融机构，有足够的专业知识和专门的辨别技术，能够识别和防范这种信用风险。

公司可以跟银行说未来能够高成长，银行也可以提供借款，但是需要抵押物，一旦公司难以还贷，银行可以拍卖抵押物。普通投资者则没有这种能力，一旦买入这种本来应该提供抵押物才能融到资的公司的股票，碰到公司基本面低于预期和股价下滑的情况只能认倒霉。

中国证券报：除了新股存在“高成长”陷阱，老股曝出有某个高成长题材，股价表现也很好，对于这种情况，投资者该怎么鉴别？

吕随启：最主要是看这些公司有没有偏离主业，如果重庆啤酒要造全世界独一无二的啤酒，这是可信的，如果是搞医药，则是不务正业，搞成功的概率也很低。如果搞的是副业，要看新业务与主业的联系，如果风马牛不相及，可能会砸了主业，也可能是副业搞不好。投资者还要看看公司搞的新业务背后有没有核心技术做支撑。

中国证券报：很多时候，上市公司都会说自己的技术国内领先，相互不买账，投资者怎么做？

吕随启：公司都可以说自己是最好的，但投资者不要看虚的、吹的，要看公司能够具体拿出什么。普通投资者对于所谓预测，不能人家说什么就信什么，必须眼见为实，产品确实生产出来，并且产生实际的销售。

中国证券报：可是，如果等到上市公司把有潜力的新业务真正做成功，股价可能也上涨了很多。

吕随启：普通投资者宁可不要那个收益，因为风险太大，宁要现货，不要期货。一个新产品，从实验到开始销售，企业的发展并没有到头。如果开始销售后市场形势很好，企业未来还有很大的发展空间，市值也会随之扩大。投资者在实质开始销售且形势较好后买入股票的风险会小很多。

券商“黑嘴”应受重罚

□本报记者 顾鑫

无论老股还是新股，“高成长”陷阱的出现都与预期没有兑现有关，而最初为投资者构建美好预期的正是券商研究报告。北京大学证券研究所研究员吕随启建议，应当加强监管，对券商“黑嘴”进行重罚。

当一家上市公司出现“高成长”陷阱后，投资者就会发现券商研究报告的盈利预测跟实际的业绩相差十万八千里。对于这种情况，吕随启表示，券商做的盈利预测并不客观、独立，甚至有自身的利益在里面。从新股看，主承销商为了能让上市公司获得更多的融资，从而获得更高的发行费用、更多的券商直投收益，就有动力把股价推高。为了把股价推高，市盈率又显得不那么高，就需要把盈利预测做得更诱人。这也是新股发行“三高”现状产生的重要原因之一。

从老股看，出现高成长题材，有的是上市公司自己主动为之，有的是上市公司和机构合谋，还有的是机构推着上市公司涉足“高成长”领域。既然是“高成长”，券商研究报告自然要为此进行造势。

鉴于不客观的券商研究报告对投资者会形成误导，吕随启认为，应该加强监

管，对券商“黑嘴”进行重罚。并不是在报告中写上风险自负就可以撇清责任，“黑嘴”也声称推荐股票并没有让股民买，也是风险自负。

吕随启表示，出现盈利预测不靠谱的原因，一是专业水平不够，从业资格有问题；二是从业资格没问题，但是发布这种研究报告是由于背后存在幕后交易，就应当追究刑事责任，这些研究报告的撰写者就是披着合法外衣的“黑嘴”。

近日，中国证监会有关部门负责人表示，正研究加强询价过程监管，敦促机构理性报价。证监会正计划委托第三方研究机构对全部已上市公司的行业市盈率进行研究，并动态公布结果供机构和投资者参考，如新股定价明显偏离行业市盈率，发行人及承销商或需说明定价依据。

吕随启还建议，新股上市首日应涨跌幅限制，这么做，参与申购的机构拉高出货的成本将更高，从而对过高的发行价形成抑制。