



广发银行ICGB

## 广纳百川 发展无限

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

CHINA GUANGFA BANK

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

我屁股还没坐热呢…



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(300077)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手机支付产业联盟，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：“大象转身本来自十分正常，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9100万元至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特点：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比较小，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板有较大区别。我们现在碰到的问题是，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

## 券商“黑嘴”应受重罚

□本报记者 顾鑫

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。

吕随启认为，委托第三方研究机构研究行业市盈率，投资者有望得到更为客观的投资参考，这是一个进步的做法。但是，该第三方研究机构是否能够真正做到独立、客观，还有待实践的检验。

吕随启还建议，新股上市首日应设跌幅限制，这样做，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。