何处寻股

茅台估值乾坤

本报记者 何 川

2001年8月末，贵州茅台在上交所挂牌上市，一只少见的白马股在A股市场上由此诞生。此后的十余年里，贵州茅台从年销售额16亿元的酒厂，华丽转身为年营业收入265亿元的酒业龙头；股价也从31.39元的发行价，接连翻番后成为沪深两市第一高价股。

但自去年以来，白酒业开始进入了一轮调整期。高端白酒之王的贵州茅台也频频遭遇利空，公司今年更是陷入业绩增速下滑、预收账款减少的困境，股价接连大幅跳水。在这一背景下，贵州茅台究竟还有多大的投资价值？涨跌之中，投资者应如何把握投资机会？

高成长逻辑

贵州茅台上市后，其股价一路震荡上行，似乎能穿越“熊”“牛”市场的循环。去年7月份，贵州茅台更是创出266.08元的历史新高，在跌跌不休的A股市场中惊艳了一把。

“贵州茅台的股价能在十余年里大幅攀升，根本原因在于其业绩保持着良好的持续增长态势，市场对其预期向好。”华创证券分析师薛玉虎表示，高成长性直接助推其股价雄踞两市第一高价股的宝座。

上市以来，贵州茅台高增长的净利润、充沛的现金流、居高不下的销售毛利率成为其财报上的亮点。以净利润增速为例，2008年至2012年间，贵州茅台净利润分别增长34.22%、13.50%、17.13%、73.49%和51.86%。从毛利率上看，这5年间也都保持在90%以上，显示出公司极强的盈利能力。

实际上，公司业绩的持续增长主要源于茅台酒价格的提升和市场销售份额的扩大。薛玉虎表示，茅台酒在应酬场合中发挥出的社交功能很重要。随着我国经济的发展和居民收入水平的提高，社会消费明显升级，高档品牌名酒销售增长强劲。由于高端酒的毛利率高，其销量的增长必然带动盈利大幅上涨。

而茅台酒品牌优势突出，尤其是特供酒、年份酒的名气更为响亮。从某种意义上讲，茅台已不单纯是酒，它更像是“高端大气上档次”的象征。

“茅台的名贵，源于它悠久的历史和独特的酿制工艺，它使用的物质原料和需要的外部环境，是其他地方没有的，具有资源稀缺性。”薛玉虎表示，这是茅台之所以能成为茅台的最终决定因素。

骚动中的寒冬

去年以来，受塑化剂事件爆发、高端白酒消费需求下滑等多重因素影响，白酒行业进入寒冬。数据显示，今年上半年白酒行业营收和利润增速同比分别下降18.2个、54.5个百分点，行业明显转弱。

“过去十年是白酒行业尤其是中高端白酒快速增长的黄金期，产能扩张迅速，导致行业面临着产能及产品结构上的调整。”中投顾问研究员梁铭宣表示，以前白酒行业过于注重高端白酒消费，现在这一情况已变得不容乐观。

从贵州茅台今年中报来看，上半年公司营收同比增长6.51%，净利润仅增长3.61%，而销售费用却大增96.71%。作为业绩“蓄水池”的预收账款仅有8.35亿元，较年初50.91亿元大幅下降了83.6%。

经销商预付货款减少、广告宣传及市场拓展费用增加，显示出茅台销售受困。在中报发布后的首个交易日，贵州茅台遭受市场大举做空，股价罕见跌停，单日市值蒸发约175亿元。

三季报中，公司营收和净利润的增速均好于上半年，预收账款回升至19.42亿元。宏源证券分析师苏青青表示，其业绩增长主要是靠开放经销权新增约2000吨销量、与电商及酒类交易所合作增加近1000吨销量所致。从增加供应量的效果来看，渠道库存没有明显增加，表明大众市场的增长在一定程度上弥补了年份酒销量下滑所造成的缺口。

但国泰君安证券认为，在终端需求并未明显恢复的情况下，计划外供应量投放，使得飞天茅台的批发价在部分区域市场小幅回落。当前白酒行业的整体需求依然疲软，高端消费需求逐步挤出后，未来2至3年恢复可能性很小。

但愿人长“酒”？

伴随着贵州茅台业绩增速下滑的是股价大幅缩水。年初以来，截至12月12日收盘，贵州茅台跌幅达34.74%，远远跑输同期的大盘指数。

“股价下跌的直接原因是大批机构投资者的撤离。在宏观经济增速放缓、白酒行业供大于求的影响下，政策面上的利空得到放大，投资者信心受到打击。”梁铭宣表示。

实际上，作为基金“抱团取暖”的重仓股，白酒股在突发利空打击的恐慌性下跌中更容易出现“踩踏事故”。据统计，今年二季度末重仓贵州茅台的基金达110只，但到三季度末锐减到36只。

“短期内贵州茅台的投资机会有限，市场上并未有高端白酒需求出现拐点的信号。近期大盘成交低迷，增量资金入场有限，单靠场内资金来拉高流通市值规模庞大的白酒股，难度不小。”薛玉虎表示，但随着此前大批机构投资者的撤离，股票继续抛售的概率也偏小。

针对市场环境的改变，贵州茅台在产品结构和销售渠道等方面也在谋变，比如开放网上商城、建立RFID防伪体系，逐步靠近大众市场。梁铭宣认为，白酒作为大众消费品，有着广泛的消费基础。经历此轮调整期，高端酒企的发展策略和产品结构变得更加健康。中期来看，随着调整效果的显现，高端白酒个股业绩有望在明年出现好转。

“尽管目前业绩压力较大，但在此轮调整期中贵州茅台积极运作市场，巩固了行业龙头地位，目前基本面运行较为稳健。”薛玉虎表示，公司具有强大的品牌和规模优势，有着更为理性的估值和较高的分红收益率，仍不失为长期投资的良好标的。

淘宝开卖基金之后

郭辉铭

淘宝基金平台不仅有低风险的货币型基金，还有相对高风险的债券型基金、股票型基金及混合型基金等。基金产品的丰富满足了投资者的需求，也让基金公司借助淘宝这个平台谋求新的突破。不过，交易中巨额资金流的安全保障、如何应对重大时点的流动性冲击以及投资者教育等方面好像还差点儿火候。

前段时间，国泰、华夏、富国、易方达等基金公司亮相淘宝理财平台，通过互联网渠道开卖基金。一方面，淘宝网和支付宝为用户提供开户、下单、支付、管理等功能；另一方面，基金公司沿用店铺交易模式，为用户提供基金购买咨询和服务。在基金产品上，除了低风险的货币型基金，还有相对高风险的债券型基金、股票型基金及混合型基金等。

其实，早在2012年7月23日，淘宝网理财平台就已正式上线，但淘宝基金一再拖延。直至今年10月31日，淘宝网才对外宣布获得证监会出具的无异议函，成为互联网首家为基金销售机构提供服务、开展业务的第三方电子商务平台。淘宝基金的推出，不仅有利于满足各类投资者的需求，还有助于重塑基金营销模式。

淘宝基金以电子商务特有的形式面对淘宝网的海量商户和客户进行产品发布和推广，拓展客户的速度之快、效率之高可能是传统渠道难以匹敌的。在淘宝网上，中小基金公司还可以凭借综合营销手段迅速扩大市场规模。

由于淘宝基金的投资主体是商户和客户的小散资金，因此绝大部分的淘宝基金单笔成交金额较小。鉴于中小投资者的交易行为和模式与机构客户不尽相同，尤其是在产品发展初期更加注重客户体验，因此，淘宝基金需要重塑营销模式，密切关注客户需求，甚至以客户需求为导向开发个性化产品。

而且，自淘宝基金上线以来，已有多家公司推出了无申购赎回费用的债券基金和分级基金，不仅利好中小投资者，还可提升基金产品在同类理财产品中的市场竞争力。

毋庸置疑，淘宝基金顺应了互联网金融蓬勃发展的趋势，但同时也要密切关注市场发展中可能出现的问题和挑战，做到未雨绸缪。

在淘宝基金运作模式中，淘宝网只负责发布基金产品信息，支付宝仅为理财账户与银行储蓄卡之间的充值与提现及理财账户资金购买淘宝基金提供支付渠道，并不直接参与基金买卖的交易行为，亦不负责投资者与基金公司之间可能发生的理赔或纠纷处理。但目前来看，投资者充值、提现和买卖基金过程中的巨额资金流还缺乏有效的安全保障机制，相关部门也未将其纳入有效的监管视野。同时还要考虑重大消费时点的流动性冲击问题。在节假日等重大消费时点，很可能出现投资者大量赎回基金购买淘宝商品，这不仅要求基金公司提高流动性管理水平，还可能对货币与债券市场流动性形成负面冲击。

目前来看，淘宝基金对中小投资者的风险教育重视程度明显不足。只有经过长期耐心的投资者风险教育，才可能培育出一批成熟的个人合格投资者，届时债券型、股票型和混合型等较高风险的基金才会迎来新的市场机遇。

8月份以来，螺纹钢期价几乎是步步走低，进入11月后，期钢似乎提前迎来了“春天”，在低位企稳反弹。那么，这个“春天”能否贯穿今年剩下不多的日子？笔者认为这种概率比较高，四季度钢价会在低调中蓄势反弹。

钢的“春”能否延续

南华期货 曹扬慧

价格能否企稳，宏观是关键也是基础。目前，就整个国内外的宏观环境而言，属于相对偏多格局。一方面，欧洲央行早前降息，外加日本出台经济刺激计划，全球货币环境持续宽松，将有利于发达经济体经济的持续复苏；另一方面，美国经济复苏势头良好，尤其是其三季度GDP环比增长2.8%，创一年新高，同时就业市场状况也不断改善。国内经济增长势头也保持平稳。我国10月份工业增加值、社会消费品零售总额以及固定资产投资等都保持较高增速，为螺纹钢市场创造了一个比较良好的外围环境。而全球制造业活动显著回暖，提振商品市场人气。

环保排查则成为影响钢材市场供应的不确定因素之一。因冬季雾霾频发，环境保护部此前发出了《关于做好2013年冬季大气污染防治工作的通知》，要求在预测出现重污染天气时采取企业停产、机动车限行等强制性措施。通知当中明确提出要全面排查钢铁、石化、有色等工业企业，有望减少钢铁产量，缓解供应压力。中钢协公布的数据显示，目前市场产量方面确实有下降趋势。供应的减少缓解了当前传统消费淡季的供需矛盾。

11月下旬，钢厂库存和社会库存都开始下降。根据统计数据，11月下旬重点企业库存为1295.4万吨，环比减少了98万吨。同时，螺纹钢、线材等品种的社会库存也自10月中旬以来持续回落，目前钢材品种社会总库存为1333.78万吨，为今年1月份以来最低水平。库存的低位，再加上现货价格的相对低位和止跌回升，刺激了企业的补库需求。虽说目前是传统的消费淡季，但消费仍有一定基础。

另一方面，原材料价格的坚挺决定了螺纹钢的成本高企，价格下行空间有限。对比铁矿石和螺纹钢的价格就会发现，在5月底6月初螺纹钢和铁矿石价格相继见底，之后两个价格都一路上行，到8月份达到高点，当时螺纹钢主力1401合约涨幅约10.7%，而普氏铁矿石指数的涨幅高达29.8%。之后，螺纹钢价格便一路下行，重新回到了5月底时的水平，而铁矿石指数仅小幅调整，11月底的价格相对于5月底时仍有24%的涨幅。原材料与钢材价格上涨幅度的不对等使得钢铁的生产成本高高在上，钢企利润不断被压缩，甚至经常出现亏损。不过，这也决定了钢价下行的空间比较有限，不会与成本线偏离太远。同时，亏损也成为企业减产的一个重要驱动因素。

从期现价差来看，原来期货价格升水很高，主力合约对上海现货的升水动辄达到300余元，但是近一个多月来，现货价格坚挺而期货价格在10月份大幅杀跌导致期现价差急速缩窄，主力合约升水仅100余元，期现价差修正过度，这种非常规的状况注定难以持久，因此价差会向原来的轨道逐步回归，这就决定了期货价格难以再大幅下跌。

所以，虽然螺纹钢期货目前走势上一波三折，但是总体基本面的情况相对利多，预计四季度后半程螺纹钢价格会先抑后扬。

三大变量影响明年A股走势

交银施罗德 李德亮

已至年末，明年A股走势将如何？运用DCF（Discounted Cash Flow）这一模型来预判，既简单又实用。模型中分子的关键变量是企业的盈利增长率，分母的关键变量包括无风险利率水平和风险溢价（反应风险偏好水平）。对它们进行分析，有助于把握明年股市的运行脉络。

盈利增长上，预计2014年的趋势偏负面。在目前市场的盈利构成中，金融板块占比约五成，房地产、公用事业和能源等占比约两成。明年的宏观背景是经济增速放缓与结构转型升级相结合。由于过剩产能，传统制造业盈利增长依旧艰难，资金利率水平高企将加大企业的财务负担。随着利率市场化的推进，金融行业盈利能力将收窄，未来两年金融板块的盈利增长趋势并不太乐观。预计明年盈利增长这一变量对市场最为负面的是，在利率压力达到一定程度时，投资者对金融板块出现利差收窄和坏账计提的双重担忧，造成市场目前认为银行板块跌幅有限的判断出现重大预期差。

流动性上，无风险利率的大幅上升将是股市的最大利空因素，利率水平不现拐点则难言市场底部。在保就业的硬约束和转型初期没有强有力新兴产业增长点的背景下，维持经济的合理增长只能依靠投资，而房地产和地方融资平台是两大主力。房地产可承受较高的融资利率，而地方融资平台投资冲动强烈，对利率不敏感，造成社会资金通过各种通道大量流向这两大主体，而利率市场化的推进又进一步加剧了社会资源向其倾斜，从而推升整个社会的资金成本。在今年经济增速可达目标和通胀预期抬头的情况下，央行的货币政策呈中性偏紧态势，造成近期融资利率上升。除非经济增速预期下滑到不能接受的水平，预计这种货币政策将持续一段时间。

风险偏好上，未来影响这一变量的是改革。党的十八届三中全会发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》描绘了未来数年深化改革的大方向，是一份超预期的改革蓝图，有助于提振市场中长期信心和提高市场风险偏好水平。在规划目标最终能够完全达成的前提下，我国经济必将迎来新一轮发展机遇，股市也将诞生一波中长期的牛市行情。

综合以上三个变量的分析，预计2014年正面的变量是改革，负面的是流动性，偏负面的是盈利增长，市场将在一正两负力量的博弈中运行。但改革对市场的影响是一个中长期的逻辑，而流动性才是短期市场运行的主要矛盾，因此短期市场的走势或偏谨慎，中长期保持乐观态度。

存款有风险

吕志强

存款保险制度是推进利率市场化的重要制度保障。在存款保险制度中，是由符合条件的各类存款性金融机构合力建立保险机构，通常是各存款机构作为投保人，按一定存款比例向存款保险机构缴纳保险费，当成员机构发生经营危机或面临破产倒闭时，存款保险机构向其提供财务救助或直接向存款人支付部分或全部存款，从而保护存款人的利益。

若存款保险制度启动，意味着银行经营失败、破产倒闭后，国家也不可能再为其破产倒闭而买单，存款人会真正感觉到银行破产倒闭给自己带来的风险。不过银行倒闭后，储户可根据存款保险制度，由保险机构支付部分或全部存款，使存款人的损失减到最低。

对于储户来说，也不能再停留在“银行不会倒闭”的老观念上，同时，转变储蓄存款方式，大额储蓄存款尽量多选几家银行。这不仅是因为把鸡蛋放在同一个篮子里，风险过大，过于集中，还在于未来存款保险机构可能实行限额保险制，上限可能是50万元。也就是说，储户在银行的储蓄存款，最大赔付额度可能是50万元，超过这一限额的储蓄存款部分或得不到赔付或按一定比例赔付。而且，也别把理财产品当储蓄存款。存款保险机制保的对象是储户的各类储蓄存款，不包括在银行购买的理财产品或其他投资产品，因此在个人财产保值、增值上要更加注意结构优化。

储户在存款时建议选择品牌响、信誉好、实力强、风险低的银行，因为规模较大的银行承担及化解风险的能力更强，破产的几率更小。到银行储蓄存款千万不要惟利率选银行，不要简单地以哪家银行利率高就存哪家银行，高利率隐藏高风险同样适合于百姓储蓄存款。