



给影视股称重

本报记者 何川

去年以来，文化传媒行业的并购重组风起云涌，影视业务成为了一些上市公司力图开拓的“蓝海”，相关个股的股价同期也纷纷走强。但在经历一年多的上涨之后，当前影视股的回调压力开始增大。展望后市，这些影视股的估值应该如何判定？其走势究竟会怎样？

盈利能力评估是关键

去年创业板走出一轮大牛市，影视股作为创业板的权重，上涨势头更是一马当先。“影视龙头股走强，一方面是公司有着良好的业绩支撑；另一方面，行业内的并购事件构成公司股价上涨的催化剂。”宏源证券传媒行业分析师张泽京表示。

比如，网络视频公司乐视网并购花儿影视，华策影视收购克顿传媒，长城影视借壳五金产品生产商江苏宏宝等。这些“绯闻”传出并确认的前后，影视行业激起波澜阵阵。但并购重组需要交易价格能达成一致，那么，像影视股这类轻资产型公司如何做价值评估？

“公司价值评估通常有收益法、市场法、资产法等三类方法。由于影视公司有形资产占比低、无形资产实际价值难以评估，因而较常用的是以收益法作为评估基础，同时辅以市场法进行验证。”国泰君安证券投资顾问赵欢表示，影视公司的价值更多体现在作品版权、管理团队、渠道覆盖等盈利能力上。

所谓的收益法是指通过将评估单位的预期收益资本化或折现以确定评估对象的价值，是基于资产未来盈利能力的评估。而市场法则将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，通过市盈率、市净率、市销率等指标进行评估。

以华策影视去年收购克顿传媒为例，浙江坤元资产评估有限公司的两位资产评估师在评估报告中表示，克顿传媒属于影视文化传媒产业，盈利能力较好，资产基础法难以客观反映其股权价值。而交易市场有与之在资产规模及结

构、经营范围及盈利水平等方面类似的可比上市公司，同时，公司未来收益能够合理预测，与企业未来收益的风险程度相对应的折现率也能合理估算，因此分别采用市场法和收益法对其股东权益价值进行评估。

“收益法较为常用的模型是贴现现金流量法(DCF)。作为一种绝对估值方法，DCF认为企业价值是未来现金流量按照一定折现率的折现，但其基于的假设比较多，要求对公司了解非常深入，得出DCF值的过程实际上就是判断公司未来发展的过程。”民生证券传媒行业分析师郑平表示，这其中的难点在于对公司未来业绩增长率的评估和对折现率的选择上。

而赵欢认为，收益法能够对公司的收益特性、未来成长性和风险特征进行综合考虑，业绩增长率是评估的焦点，也是决定最终价格的关键因素。

30倍市盈率较为合理

相比于收益法的专业性强、操作难度大，运用相对估值方法对于普通投资者在二级市场上选择股票而言，或许更为可取。张泽京表示，相对估值是使用一只股票的市盈率、市净率等价格指标与另外的进行对比，这种对比既包括与该公司历史数据的比较，也包括和国内同行业公司、国际上的同行业重点企业数据的比较。

“目前国内国外投资者在对影视股进行估值时，比较主流的还是市盈率(PE)，它是每股价格与每股收益的比值。”郑平表示，市盈率作为一种简洁有效的估值方法，其核心在于如何确定e这一数值。

按照e的计算方式不同，一般可分为静态市盈率(股价/当期每股收益)、滚动市盈率(TTM)(股价/过去四个季度的每股收益)、预测市盈率(股价/未来每股收益的预测值)。前两个e是确定的，而后者需要估算。郑平表示，对于普通投资者而言，采用PE(TTM)对个股进行估值比较，既较为准确，又便于操作。从滚动市盈率上看，截至4月8日收盘，文化传媒板块估值为38.5倍。

“另外，影视股还可用PEG估值法来评估，即用公司的市盈率除以公司未来3年或5年的每股收益复合增长率。当PEG等于1时，表明市场赋予这只股票的估值可充分反映其未来业绩的成长性。”张泽京表示，这一方法的优点在于将市盈率和公司业绩成长性对比起来，弥补了当时市盈率过高时PE估值法出现的不足。

比如，若一只股票未来5年的预期每股收益复合增长率可达到40%，那么当前就可给予其40倍的市盈率，以此类推。“持续受益于居民娱乐消费的增长和政策支持带来的红利，近几年我国电影票房年复合增长率高达33%，影视龙头股的业绩复合增速也超过30%，未来三年内有望保持这一增长势头，因此给予文化传媒板块30倍左右的市盈率是合理的。”张泽京表示。

伴随着创业板市场3月份以来的接连调整，华策影视、电广传媒、华谊兄弟等影视股股价纷纷回落，估值水平较此前有所降低。张泽京表示，当前传媒板块部分个股估值偏高，板块投资机会来自于下跌之后，估值回归到合理区间之时。待影视股风险有所释放后，基本面稳健、并购整合预期强的龙头公司将被中长期看好。

理财产品信披朦胧

普益财富 叶林峰

随着居民理财需求的不断增长，越来越多的银行开始加入到银行理财产品的发行“大军”当中，其中暴露出来的问题也日益增加，其中之一就是理财产品信息披露问题。

据不完全统计，全国范围内有超过200家商业银行发行理财产品，但是有不少商业银行在产品发行、到期和运行方面信息披露不足，部分银行甚至不披露。这使得投资者很难及时、完整地获得产品信息，从而对其投资决策产生负面影响。

从产品发行信息披露来看，一方面部分银行对于其发行的银行理财产品并不予公开披露，这不仅令欲购买该银行理财产品的客户吃了“闭门羹”；另一方面，虽然有的银行披露了理财产品的发行信息，但是信息披露质量堪忧，一些银行仅简单公布理财产品的发行时间、期限、预期收益率等简单信息，甚至有的银行连预期收益率都不公布，需要投资者打电话或者亲自去营业部咨询，这些都为投资者进行理财产品的购买决策制造了障碍。

另外，在所有到期产品中，有接近40%的产品没有披露到期收益率。有37家银行其未披露到期收益率的产

品数量占到其到期产品总数的比例超过90%，这其中又有30家银行完全没有披露产品到期收益率。这些产品到期信息披露较差的银行多为城商行、农商行，甚至出现个别外资银行和股份制银行。

产品运行信息的披露情况更加不容乐观，作为投资者来说，很需要在购买了理财产品后及时了解理财资金的投资状况，投资标的、项目的情况以及相关的变化情况，但是不少银行在理财产品运作过程中并不披露与理财产品、理财资金运用相关的上述信息，这使得在理财产品发行和到期之间出现一个“盲区”，投资者只能怀着忐忑不安的心情在理财产品到期时接受“实现预期收益率”或“未实现预期收益率”的“判决”。

从普益财富2013年第4季度银行理财能力排名结果来看，有119家银行的公告比率(各月末产品运行公告数量之和与每月运行的产品数量之和的比例)低于20%，其中有97家银行在第4季度期间未对其任何运行中的产品进行运行信息的披露，这反映出银行对于理财产品运行期间信息披露的严重缺失。



“小阳春”送来“暖”基金

本报记者 周琳

步入4月，“小阳春”行情进一步“温暖”债市，债券型基金净值持续增长。好买基金统计，今年以来债券型基金平均净值增长1.43%，位列8类基金第二位，排名仅次于保本型基金的2.58%，远高于股票型基金、指数型基金等6类基金。

在全部普通债券基金中，工银瑞信双利债基(A、B类合并运作，仅收费不同)表现出色。银河证券基金研究中心统计，截至3月31日，工银瑞信双利债基A、B类成立至今分别取得20.20%、18.30%的累计净值增长率，位居普通债券型基金前列，其过去1年、过去2年业绩均位居同类前5，并在过去3年同类基金中拔得头筹。

工银瑞信双利债基至今已成立近4年，截至2013年12月31日两类规模合计超过45亿元。今年以来累计净值增长率分别达2.65%、2.51%，超过同类净值平均的1.00%，而同期沪深300指数下跌7.64%。

根据2013年年报，工银瑞信双利债基的债券资产配置情况为：国债市值占基金净资产为5.19%，金融债占比27.56%，可转债占比14.92%，企业债占比37.91%，中期票据市值占比达3.03%，其余资产可配置权益类资产等品种。较之2012年年报，2013年年报中的企业债、金融债的券种配比都有大幅下降，“去杠杆”明显。同时，权益资产配置下降至2%左右，表明基金出于风险控制考虑，适

当降低仓位，调整了券种配置。

从基本面看，2014年债券市场整体走势有望好于去年，但能否延续上涨态势要看目前宏观经济调控的方式和方法。南方基金固定收益部总监李海鹏认为，2013年债市“熊途漫漫”主要是受债市估值出现泡沫、货币政策转向趋紧以及非标资产的挤压等因素影响。今年以来，债券收益开始步入上行阶段。而在货币市场方面，资金面从年初以来也开始显现宽松的节奏，利率中枢并未大幅抬升，利好债基。

从基金管理者看，工银瑞信双利债基由欧阳凯、宋炳坤和王佳3人共同驾驭。在实际操作中，3人分工明确，各有侧重。欧阳凯侧重于大类资产配置，宋炳坤专注于权益类资产的把握。

“从过去几年表现看，资产配置准确性为基金贡献颇多。”好买基金研究中心白岩说。如在2013年流动性极度紧张的时点和债市风暴冲击下，这只基金全年基本准确把握了各大类资产的轮动节奏。2013年上半年逐步减持权益资产，增加债券久期和杠杆比例，规避了2013年第二季度权益市场下跌风险，分享到流动性宽松推升的债券上涨行情；在2013年第三季度明显降低债券仓位并增持权益资产，把握股市结构性机会；在2013年第四季度减持股票、降低债券久期和杠杆比例，在可转债估值降至历史低位时提升配置比例。

私募“长子”未现优势

好买基金 冯梓钦

私募基金研究中往往会有种感觉：“私募管理人成立的首只产品”会更加受到重视，业绩表现会更好。从逻辑上讲，首只产品相当于“长子”，代表管理人的门面，“长子”的同期业绩是否好于其他产品呢？

据我们统计，53.94%的私募管理人的首只产品的超额收益为正，55.12%的私募管理人的首只产品的超额收益大于或者等于0。全部私募管理人的首只产品的超额收益的平均值为0.58%。

首只产品的超额收益为正的有137家，平均超额收益率为5.87%；首只产品的超额收益为负的有114家，平均超额收益率为-5.77%。

以上统计分析的结果发现，私募首只产品没有显著超额收益，不比兄弟产品好多少。我们将各个私募管理人按照首发私募的成立日按年份分类统计，发现指数点和首只产品的超额收益无明显相关性。但2012年、2013年首发的产品存在一定超额收益，平均超额收益分别为6.92%、8.42%，这两年的私募管理人样本数分别为43和26，占全部样本的比重分别为16.93%和

10.24%。

2012年，超额收益为正的19家，为0的1家，为负的23家，占比分别为44%、2%、54%；2013年，超额收益为正的17家，为0的2家，为负的7家，占比分别为65%、8%、27%。

统计结果说明，2012年成立的私募首只产品业绩表现普遍低于兄弟产品，而2013年成立的私募首只产品业绩表现普遍高于兄弟产品。

逻辑上这一现象也容易理解，2012年市场单边下跌，2013年出现中小市值成长股的结构牛市，私募产品新成立时往往会希望打出一个安全垫，单边下跌导致安全垫不足，仓位长期低位，难以有所表现。而结构性牛市使得首只产品的仓位可以较快提升，持股成本也较低，能够产生超额收益。

统计结果表明，私募管理人的首只产品同期业绩与兄弟产品相比无明显超额收益，很多私募管理人对旗下多产品采用复制策略的方法，因此投资者对同私募管理人旗下的同类产品不必刻意区分，优秀管理人的新产品和老产品一样值得认购。

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负

那些年，他们曾无奈爽约

中债资信研究开发部

