



创业板“估值梦”:星光下的裸泳者

□本报记者 申鹏

在投资者热烈讨论资本市场“中国梦”的同时,创业板正悄悄实现了“估值梦”。整体46倍的市盈率,相对全部A股有着240%的估值溢价率,当前的创业板,拥有“梦幻般的估值”。创业板指数的千点蓝图中,光线传媒式的明星股作用不可忽视,但璀璨星光之下,高估值潮水中的“裸泳者”数量众多。中短期来看,流动性及市场偏好造就了创业板泡沫,但长期看,大浪淘沙在所难免。

成长明星引领创业板牛市

二季度前半段,创业板指数与主板指数走势有着巨大反差,这使得全市场的目光都集中到了这一高成长群体之上。就涨幅而论,创业板指数本轮行情自去年12月3日收盘的593.66点上涨至昨日的995.11点,累计上涨401.45点,涨幅为67.62%,超越同期上证指数53.22个百分点;二季度累计上涨14.85%,超越上证指数14.61个百分点。从时间上看,创业板升势已经延续了5个半月,远远长于主板的两个半月。

此轮创业板牛市中,个股行情可以用“火爆”二字形容,有29只股票的价格翻番,约占全部创业板股票的8%;而涨幅超过50%的个股则高达130只,约占37%,总体看赚钱效应极为明显。

但值得注意的是,实际跑赢创业板指数的个股仅有两成多,而从创业板指数的贡献度来看,大约20%的股票贡献了近80%的指数涨幅。这不禁令人想到了帕累托定律:社会上20%的人掌握了80%的财富。



社会上的少数富人为大众制造了财富榜样,创业板中的少数明星股则为市场制造了赚钱效应。首业绩,次题材,在业绩录得大幅增长后,乐视网发布超级电视的消息让其股价在历史高点的基础上又收出两个涨停板,进而引领创业板指数实现六连阳,同时也将文化传媒板块的投资热情推向高潮。三聚环保则依托自身业绩高速增长及环保行业高景气度

而屡创新高。无论从理性的统计看,还是从感性的认识看,当前创业板行情都可以说是“明星制造”;少数业绩高速增长或身具正宗题材的明星股快速上涨,既带动了指数,又激发了人气。

中国梦 梦估值

有投资者说,创业板的“中国梦”,就是拥有“梦幻般的估值”。

估值水平高度影响回报率

□信达证券 陈嘉禾

假设我们问上班族这样一个问题:如果面粉、人工成本不变,但楼下的王二烧饼却突然涨到10块钱一个,您会有什么感想?一般的回答大概是定价有问题,大不了就换一家店买,或者干脆换个油条煎饼来替代。

但假如我们问投资者一个类似的问题:今年以来沪深300指数只涨了0.3%,但小股票却大涨,中证500指数涨了9.6%,创业板指数甚至涨了39.4%,您有什么感想?我们大概会得到一堆的理由,诸如大企业靠不住、中国经济转型只有新兴行业才能代表未来等等。

事实上,烧饼的问题和小股票的问题并没有什么本质上的不同。面粉价格没有上涨,上涨的是王二店里烧饼的溢价;小公司的业绩在2013年的前四个月里并没

有特别突出的表现,上涨的也只是其估值水平。

有投资者会想,估值贵一点有什么关系呢?我们购买的是股票,股票可是增长最快的资产,尤其是那些成长股。事实上,估值不但有关系,还大有关系。美国橡树资本的创始人Howard Marks在自己的投资哲学指南《投资最重要的事》中不止一次地指出,好的投资绝不等于购买好的资产,价格的因素与购买到的资产质量一样重要。

作为论证,在最近的一项研究中,我们研究了包括A股在内的11个全球股票市场,包括5个成熟市场和6个新兴市场,试图发现估值和回报率之间有什么关系。结果显示,当初始买入估值大于等于30倍PE时,取得回报就变得比较困难;而当买入估值等于或低于11倍PE时,则未来的回报率就变得很高,而风险也同时下降很多。某种

意义上看,至少在股票指数来说,估值对买入回报的影响,甚至要高于其持有期。而股票指数是由众多股票组成,这两者的性质之间,又会有多么巨大的差异呢?

就A股自身的例子来说,在2000年的泡沫时代,全市场的PE估值高达60到70倍。当时同时在A股和港股上市的股票,其A股的估值平均高于港股15倍左右。2013年以来,A股整体估值下降到了之前的几分之一,而上证综指的点位仍然和当年一样:这就是高估值买入的教训。

另外一个反面的例子来自于2012年底的日本股市。由于日本市场的上市公司整体盈利欠佳,甚至很多时候整体亏损,PE估值手段在日本市场很难奏效,而PB估值就成为衡量日本市场的主要手段。2012年底,日本市场的整体PB下降到了只有1倍略多。而历史上,发达国家的股票市场在没

有的确,当前创业板的总体估值高企,已经达到了历史高位。截至上周五收盘,目前创业板整体市盈率为TTM整体法,不调整)为46.27倍,考虑到昨日创业板指数走势,估值水平仍将小幅上升。与全部A股相比,创业板整体的估值溢价为240%,该指标的历史最高值为285%,出现在2010年6月。

有分析人士指出,当前创业板的高估值主要原因在资金对于成长股高度偏好,结构性的流动性充裕。事实上,由于当前经济复苏力度较弱,很多传统周期性行业景气度不佳,相关上市公司业绩疲软,导致市场内的资金源源不断涌入名义上具有良好成长前景的创业板股票,令板块估值水涨船高。

此外,从创业板牛股的行业分布来看,节能环保、安防、移动互联网、新文化、医疗保健、智慧城市等行业或主题中出现的强势股较多,这说明在结构转型的大背景下,资金追逐的主流还是新兴产业。

这种市场偏好并不陌生,2010年下半年,由新兴产业政策激发的结构潮曾经出现过,只不过当时最受益的板块是中小板,中小板综指就是在资金疯狂追逐新兴产业股的情况下创出了8017点的历史高点。彼时,中小板整体市盈率一度升至50倍上方,较全部A股的估值溢价为150%。

星光下谁在裸泳

不过,从业绩增长来看,创业板作为一个群体的增长率并不高。2012年,创业板归属母公司股东净利润总和的同比增长率为-8.34%,今年一季度为-1.27%。因

此,一个总体利润负增长的板块,却享受如此高的估值,的确令人担忧。

一种说法认为,当前创业板股票维持高估值的主要原因是流动性充沛,盈利增速并非资金主要考虑的因素;另一种观点则认为,从概率上看,创业板中出现长期牛股的可能性的确是高于主板的,这增加了资金的配置需求。

但不可否认的是,即便是在创业板中,能够实现持续高增长的股票,依然可以用风毛麟角来形容。统计显示,自2009年创业板元年至今的4个年度报告期,仅有23只创业板个股实现了持续30%以上的增长,占比不足1成。这些股票无一例外,均享受了“梦估值”,如掌趣科技当前TTM市盈率为121倍,乐视网为86倍,碧水源为55倍。多数创业板股票看来并不匹配如此高的市盈率,更不用提诸如汉王科技、万福生科这样的问题股。

显然,90%的股票在10%的明星照耀之下,于46倍的潮水中“裸泳”。

泡沫,可能是对于当前创业板行情比较准确的定义,但著名的反身性理论却告诉我们,从泡沫的形成到吹大再到破灭,这一过程所持续的时间可能超出想象。

可以预见的是,长期看创业板股票将经历大浪淘沙的过程,在特定的契机下,创业板将加速分化:一些股票继续上涨,另一些股票则被打回原形。有分析人士指出,在整个宏观经济疲软的情况下,即便是新型需求也将一定程度上受损,而创业板业绩增速下滑的情况可能在二、三季度陆续体现。

财富里昂:理财高速增长将挤压股市

□本报记者 蔡宗琦

在里昂证券13日举办的中国投资论坛上,财富里昂A股研究主管许蕙蕙认为,近期A股处于持续失血的状态,大量资金从股市转移到货币、债券等理财产品市场;她认为,未来几个月内A股走势与理财产品市场表现相关,如果收益型产品仍高速增长,将对股市造成挤压效果。

她表示,近期A股处于持续的失血状态,大量资金从股市转移到货币型及债券型基金中去,此类产品及信托产品增速提升对股市产生了挤压效果。出现这一情况的原因主要是由于中国机构投资者持有大量现金,追求投资安全性,对收益特别敏感。目前银行理财产品收益率为3-4%,信托更是高达8%,但股票市场的股息

率仅有2%左右,吸引力不足。因此,下一步如果看到收益型产品仍高速增长,则将对股市造成挤压效果。

许蕙蕙同时指出,自2011年以来,A股成交量呈现下行走势,但去年12月突然触底反弹,主要资金来源于外资,外资通过投资指数型基金在去年第四季度流入A股80亿美元,其中大部分在12月流入。她认为,未来A股非常便宜,外资对中国市场比较感兴趣,但目前海外市场资金成本,资金在本地投资的意愿较强,这也是A股眼下遇到的一个难题。下一步,财富里昂看好科技股、消费股和医疗保健股,许蕙蕙判断这些行业需求强劲,同时未被过度投资,因而将是未来经济增长的主要动力。

创业板盛宴渐近尾声

□本报实习记者 徐伟平

昨日,尽管创业板指数盘中出现震荡,但收市仍成功翻红。有分析人士指出,随着市场负面情绪有所升温以及重要股东减持愈演愈烈,当前推进创业板走强

的正面因素正趋于衰弱,结构化行情或接近尾声。昨日早盘,尽管创业板指数小幅高开,但之前持续逞强的明星股却出现回调,诸如迪威视讯、三聚环保等热门股都出现了3%左右的调整。截至昨日收盘,创业板指数微涨0.69%,报收995.11点;中小板指数微涨0.31%,报收4765.58点,均一定程度上跑赢了主板指数。

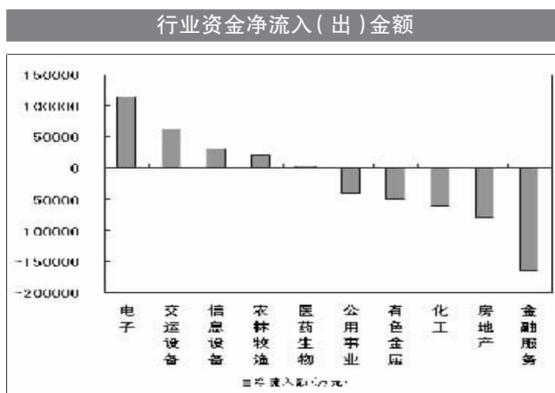
分析人士指出,当前创业板的泡沫已逐步显现,推进创业板的正面因素也逐步减弱,后市创业板的结构化行情恐渐入尾声。首先,创业板上市公司重要股东减持大幅提速。与业绩高速增长

因。但5月份以来,创业板上市公司重要股东减持大幅提速。据Wind资讯数据显示,5月以来,创业板上市公司中,仅有苏交科和荃银高科两家上市公司高管增持公司股票,有多达56家公司重要股东在二级市场上减持公司股票,其中碧水园被减持金额最大,达到3.37亿元,而产业资本的竞相减持,无疑会对创业板的高估值状态构成打压,进而影响相关个股的表现。

其次,空头势力有所抬头。上周五,中金所公布持仓仓位的三个合约净空单已经超过1.9万手,创出历史新高,这表明做空阶段的临近。创业板部分个股在经过前期的强势上涨后,高位被抛售的压力也将越来越大。整体来看,创业板股票46.7倍的静态市盈率,较A股13.6倍的静态市盈率明显偏高,如果未来没有超预期的业绩作为支撑,则资金移仓将是顺势所趋,届时创业板的盛宴将逐步迎来终结。

资金流向监测

沪深两市资金净流入前十						
代码	简称	最新价	流入金额(万元)	流出金额(万元)	净流入额(万元)	涨跌幅(%)
600036	招商银行	13.19	145863.47	81237.87	64625.60	3.45
600435	北方导航	13.15	57752.33	7910.56	49841.77	10.04
300171	东富龙	33.19	47144.49	5310.86	41833.62	10.01
000725	京东方A	2.49	56997.61	28754.21	28243.40	3.75
600006	东风汽车	3.73	37436.21	13598.50	23837.71	10.03
002273	水晶光电	35.75	33323.96	10223.15	23100.82	10.00
000063	中兴通讯	13.53	31214.97	19548.21	11666.76	4.32
300229	拓尔思	15.19	15535.54	4168.30	11367.23	9.99
000012	南玻A	8.56	25987.02	14776.07	11210.95	5.55
300015	爱尔眼科	21.48	15769.36	5346.19	10423.17	9.98



震荡市中33亿资金撤离

5月13日,股指在2250点附近遭遇阻力,全日都在2250点下方震荡徘徊。不过,午后创业板指数逆市飘红,似乎又让投资者看到了成长股继续活跃的希望。截至昨日收盘,大盘收报2241.92点,全日小幅下跌0.22%。同时,深成指收报9014.28点,全日下跌0.63%。

成交量方面,13日沪市成交791.91亿元,深市成交899.39亿元,两市合计成交额为1691.3亿元。从资金流向来看,两市主力资金都呈现净流出的现象。据巨灵财经统计,周一沪市A股资金净流出25.55亿元,深市A股资金净流出7.45亿元,两市资金合计净流出33亿元。

在众多行业板块之中,金融服务、房地产和化工等行业呈现资金流出的局面。据巨灵财经统计,金融服务当日净流出资金达到16.45亿元,同时房地产和化工行业资金净流出金额也达到7.99亿元和6.16亿元。与此形成对照的是,当日电子、交运设备和信息设备行业则呈现资金净流入,净流入金额分别为11.40亿元、6.31亿元和3.07亿元。(孙见友)

□长江证券策略研究团队

最新公布的CPI同比略超预期,且央行重启央票发行,再度明确了其短期仍以数量型工具调节流动性的意愿;4月PPI同比下滑2.6%,大幅低于市场预期,价格作为反映实体经济需求的最直观指标,进一步反映了经济内生动力较弱,这将在一定程度上压制企业盈利。目前,基本面方面尚未观察到积极变化,与投资链相关的板块吸引力依然较低,尽管中小板、创业板有所表现,但缺少权重股的支撑,市场短期仍以震荡为主,且向下的概率更大。

产业链价格回落超预期

价格是需求强弱波动的最直观表现,最新公布的4月PPI同比仅为-2.6%,远低于此前市场一致预期-1.9%,这进一步验证了今年节后开工滞后且旺季恢复力度不足,即实体经济内生需求疲弱的判断。我们以加工工业

PPI作为反映工业企业单位产品盈利能力的指标,以“工业增加值同比-剔除价格因素的工业企业产品库存同比”构建剔除价格后的销量指标,用以反映实体经济的需求。

一般来讲,“量价齐稳”能支撑盈利反弹,工业企业累计利润同比指标已同步于“量”、“价”,并于去年10月见底反弹。目前,工业企业盈利周期处在低价刺激需求、进而量价齐升推动盈利恢复的阶段。我们在2012年年报与2013年一季报中均看到了全市场净利润同比回升的情况。

今年节后开工相对滞后且不断低于预期,最新公布的4月官方制造业PMI逆季节出现回落,表明实体经济内生需求动力十分疲弱。后续看到“量”、“价”齐跌的可能性仍较大,这将难以支撑盈利的持续性恢复。

IPO重启之虑:缘本如水

上周市场传闻已有两家公司

拟IPO企业接到了监管层的“封卷”通知,新股发行重启的时间点离我们似乎更近了一些。回归到新股发行的实质,其为股市最基本的融资职能之一。其暂停与重启,一方面往往被视为用以调节股市资金的供需平衡的政策工具;另一方面,作为政策信号,其也会对投资者预期产生影响。因此,在做出“暂停”或“重启”决策时,监管层需要在防止股市暴跌与保证企业正常融资需求间做出权衡。

从数据上来看,IPO重启对市场的影响并无明确的规律可循。中期来看,在驱动市场的核心因素没有发生变化的情况下,市场大概率将延续原有的运行趋势。

综合股市政策环境资本市场表现、以及经济基本面变化,可以总结为以下几点结论。其一,新股发行暂停一般出现在股市急跌之后,这是证监会调节市场供求、投资者预期的工具之

一。其二,新股发行的暂停与重启起到配合资本市场改革进程的推进作用,尤其是在上市公司股权分制改革的过程中,IPO节奏的控制对市场预期的影响较为直接。其三,IPO重启后,市场中期走势涨跌不一,这说明新股发行重启本身对资本市场的持续负面冲击并未得到证实。其四,IPO重启时间点距离经济的阶段性底部并不远。从经济周期到IPO停滞的映射可以发现,一般IPO暂停出现在经济衰退期,而止于复苏或繁荣期。市场对经济有相对乐观的判断是监管层面放开IPO的考量因素之一。

整体缺趋势 局部有机会

我们维持前期经济内生需求难超预期的判断,二季度市场运行的重心仍在经济本身。一季度GDP同比增速弱于市场预期,考虑到房地产调控政策的持续性与控表外融资对资金成本上行的推动,政策对实体经济的压制将

逐步体现。在去年低基数的作用下,二季度实体经济增速的同比改善也仅仅是表象,微观上企业需求维持疲弱的概率较大。而着眼中长期经济调整的一系列政策刚刚出台,短期观望政策转为宽松缺乏现实基础,因而基本面与政策面均难以支撑二季度市场出现趋势性行情。

不过,尽管整体趋势性机会难寻,但策略上仍可着重挖掘结构性机会。行业配置选择上,其一、医药、环保、传媒、电子、大众消费品这些侧重长期逻辑的“五朵金花”可重点关注,供给收缩的部分化工子行业可以作为中长期的配置;其二,传统产业过剩产能下的行业整合提速,龙头企业将从中受益;其三,受益政府定向投资的行业同样是今年的热点行业,包括水利建设、轨道交通建设、4C概念以及国防军工相关的细分领域;其四,选择兼具成长性与稳定性的其它中小板与创业板细分领域。