■ 下半年A股策略望远镜（三）

整体估值见底 小盘溢价见顶

□本报记者 龙跃

无论从相对角度还是绝对角度看，当前A股整体估值都已经处于历史最低位置，尽管迅速提升的可能性不大，但向下空间预计非常有限。然而，在整体估值基本见底的时候，市场估值的结构性矛盾却仍然突出，主要体现为小盘成长股估值溢价过高。从历史走势看，在市场底部真正确立前，过度畸形的估值溢价都会出现一个显著的收敛过程，下半年市场的主要机会和风险也可能将围绕于此展开。

市场整体估值基本见底

进入2014年后，沪深股市整体运行呈现区间震荡的特征，在这一过程中，市场估值出现了进一步的小幅滑落，整体看已经处于历史最低位置。

市场整体估值目前较低的状态，可以从三个角度来观察：首先，绝对估值处于历史最低水平。据WIND数据，当前全部A股的整体市盈率（TTM，下同）为11.95倍，较年初的12.41倍小幅下滑了3.71%。值得注意的是，目前的估值水平，不仅较年初小幅降低，从历史上看也处于最低位置。根据兴业证券数据，2005年6月最低时，A股整体市盈率为19.6倍。换言之，当前估值已经大幅低于沪综指998点时的水平。

其次，相对估值处于历史较低位置。观察相对估值一个较好的指标是恒生AH股溢价指数。6月17日该指数收报92.94点，而6月9日该指数更是创出了91.35点的历史新低。从恒生AH股溢价指数创出历史新低的情况看，当前A股市场的相对估值水平即使未处于历史最低点，也已经处于历史最低区域了。

最后，“破净”股数量较多。历次市场的估值底部，都伴随着大量“破净”股的出现。以6月17日数据为基础，当前A股市场中有149只个股的股价跌破每股净资产，成为典型的破净股；而2005年6月6日沪综指创出998点低点当日，处于破净状态的个股有177只，二者数量已经非常接近。

当然，估值处于历史新低，并不意味着未来不可能更低。不过，从当前稳步调整的宏观经济、适度对冲的政策调控以及资金面的中性状态看，下半年市场估值再度出现剧烈下行的契机并不存在，因此有更大理由相信，当前A股市场的整体估值已经处于一个非常重要的底部区域，后续下行空间十分有限。

小盘股估值溢价仍需回归

估值虽然大概率已经见底，但走出底部并非易事。国内经济再平衡的任务仍然艰巨，经济增长中长期压力显著。这一中期压力将显著抑制A股投资者短期风险偏好的提升，进而抑制估值修复的空间。此外，伴随货币政策定向宽松，信用刚性兑付的预期得到了阶段强化，不利于A股相对投资吸引力提升，将继续强化存量资金博弈的格局，也使得估值提升短期看不到显著的资金推动力。分析人士认为，若整体市场估值持续在底部徘徊，则小盘股估值溢价回归的进程有望在下半年开启。

一方面，小盘股今年上半年的估值进一步提升，估值压力释放需求变得更加迫切。实际上，从今年上半年的运行看，小盘股的估值不仅未随整体市场回落，反而出现了小幅度的提升。统计显示，今年年初，中小板和创业板的整体市盈率分别为35.32倍和60.30倍，而目前二者的市盈率则分别为36.33倍和60.55倍。

另一方面，市场整体估值见底后，小盘股估值溢价回落的概率也开始增加。从历史经验看，在“估值底”向“市场底”过渡的时候，各板块之间进行估值收敛都是一个非常重要的市场特征。据相关统计，2005年6月，市盈率在20倍以下的个股的占比为30%，市盈率大于50倍的个股占比为18%；而目前，市盈率20倍以下和50倍以上个股的比例则分别为20%和33%。这一简单对比告诉投资者，尽管当前市场整体估值已经处于历史低点，但结构分布距离真正的底部还存在不小的收敛空间。

从小盘股估值溢价回落的契机看，分析人士认为主要有二：其一，2014年中报即将披露，结合一季报情况以及经济运行特征，以创业板为代表的小盘股业绩很可能再度令投资者感到失望，并将因此强化悲观预期，从而降低相关个股的估值水平。其二，新股发行已经重启，尽管初期可能带动市场对小盘股的炒作热情，但随着供给逐步增多，小盘成长股的稀缺性溢价势必会被摊薄，并最终促成其估值加速回归的启动。

创业板弹升浪或戛然而止

□本报记者 魏静

随着新股申购的正式启动，预料之中的“挤出效应”显现，创业板也收出两连阴。短期来看，新股的陆续申购，将不断“吸收”场内的存量资金，主板乃至创业板指数难免受压，此前45度上攻的主升浪或就此暂告一段落。不过，在整体市场环境偏暖的背景下，创业板暂时应该不存在系统性大跌的风险。

昨日，创业板指数小幅高开后，持续向下回落，最终几乎以全日最低价收盘。截至收盘，创业板指数下跌13.44点，跌幅为0.98%，报收1363.99点，日K线上收出两连阴。

创业板的连续回落，对其内部的赚钱效应构成一定的打击。昨日创业板内部正常交易的344只个股中，仅有71只个股实现上涨，且除欧比特逆市涨停外，当日涨幅超过3%的个股只有16只；而在当日出现下跌的271只个股中，虽无跌停个股出现，但跌幅超过3%的个股多达85只。

分析人士表示，本周创业板冲高回落，一方面是基于技术层面的回调需求，另一方面也是因新股申购所带来的“挤出效应”所累。目前来看，低发行价、低市盈率的新股申购，无疑是当下市场最具吸引力的无风险收益，投资者当然会趋之若鹜。在此背景下，创业板此前的主升浪难免会受影响。

卖股打新博收益 局部资金分流或加剧

73亿资金借震荡离场

□本报记者 魏静

作为新股重启“第二季”的首个申购周，市场短期走势无疑由新股所牵动。昨日，两市正式迎来首批四只新股申购，这种畸形高企的无风险收益，令场内资金无不趋之若鹜，于是卖股打新正成为一种潮流，而这又间接导致了场内资金分流加剧。据Wind资讯统计，昨日两市资金延续持续净流出的状态，单日有73.86亿元资金离场。分析人士表示，尽管随着新股申购的正式启动，两市连续出现震荡回落的走势，但整体市场环境依然偏暖。在此情形下，资金的加剧出逃，更多可能是场内资金腾挪至“打新”所致。接下来，除了新股申购吸走大批资金外，发行“双低”的次新股也将成为短炒资金的一大博弈场，因而市场整体的赚钱效应反倒会下降，提醒投资者注意这一变化。

挤出效应明显 73亿资金大举离场

本周，市场先涨后跌，新股申购正式启动对大盘的影响逐步显现，且远比预期要大。目前，沪指已连续两个交易日收阴，成交量也一直处于轻微缩量的状态。

截至昨日收盘，上证综指续跌11.18点，跌幅为0.54%，报收2055.52点；深成指全日也下跌33.97点，跌幅为0.46%，报收7297.40点。与此同时，创业板指数昨日也下跌13.44点，跌幅为0.98%，报收1363.99点，市场普跌特征较为显著。

从资金流向来看，沪深股市主力资金昨日延续此前资金净流出的局面，据wind资讯统计，昨日全部A 股共有73.86亿元资金选择离场。

从行业表现来看，昨日申万一级行业指数涨少跌多，市场赚钱效应大幅下降。除申万有色金属、国防军工及电子指数勉强维持红盘外，其余行业指数均出现不同程度的下跌，其中商业贸易、传媒、家用电器、建筑材料、休闲服务及农林牧渔指数跌幅靠前，全日分别下跌1.29%、1.29%、1.27%、1.10%、1.08%及0.91%。

昨日的资金流向情况也表明资金进场博弈的积极性较低。据Wind资讯统计，昨日仅申万有色金属指数获得了资金的净流入，净流入额为1.51亿元；其余行业指数均遭遇了资金不同程度的出逃，其中计算机、化工、医药生物、机械设备、传媒及非银金融指数资金流出额居前，全日分别净流出10.30亿元、6.48亿元、6.34亿元、5.22亿元、4.18亿元及3.87亿元。

无风险收益过高 卖股打新成潮流

作为一种无风险收益品种，“打新”历来都能吸引A股资金的竞相争抢；此次新股重启后的正式申购，更是令这种无风险收益扩大化，市场人士普遍将此笑称为“送钱”。然而，这种无风险收益的高企，一方面是助推了各种打新及炒新热，另一方面也给整体市场带来了极大的“挤出效应”，卖股打新似乎正成为一种潮流。因此，整体市场难免受压，场内资金分流可能会加剧。

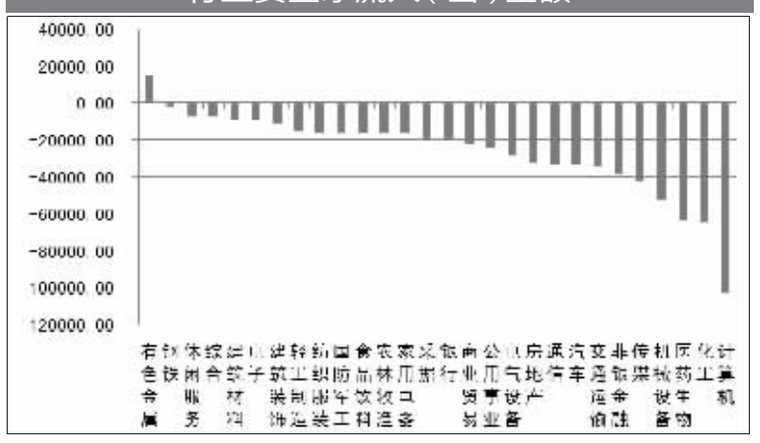
按照首批四只新股披露的定价公告来看，雪浪环境、龙大肉食、飞天诚信以及联明股份均呈现出低发行价、低市盈率的情况，以往新股“三高”的现象似乎来了个彻底的扭转。应该说，上述四只新股大降发行价，主要还是因为受制于IPO定价的隐形天花板。毕竟按照证监会的规定，IPO公司定价超过行业平均市盈率水平的，需要连续三周披露风险再上市。

分析人士指出，新股本来就是A股市场所特有的一大无风险收益品种，在现有市场结构估值依然高企的背景下，这种自降“身价”的新股发行，无疑会引来汹涌的申购大军。这中间，除了个人投资者外，机构投资者恐怕热情更高。而一旦整个市场的活跃资金都疯狂地参与打新，则习惯了短炒思维的A股无疑会深受其累，在新股发行的新规则下，各类投资者可能都会赶在申购日卖股打新，以增加中签率，因而整体市场反而会遭遇资金失血的状况，提醒投资者要保持一定的谨慎心态。

沪深两市资金净流入前十

证券代码	证券简称	涨跌幅（%）	净流入资金（万元）	金额流入率(%)	资金流向占比(%)	市盈率（TTM，倍）
600804	鹏博士	2.99	11376.31	16.61	0.58	46.28
600516	方大炭素	9.99	10801.41	13.28	0.80	58.16
600536	中国软件	5.71	10800.59	8.19	0.98	668.34
600503	华丽家族	9.97	8873.45	18.17	1.90	293.94
600039	四川路桥	9.94	8443.51	38.36	2.60	17.17
300053	欧比特	9.99	8182.97	34.06	3.69	112.22
600592	龙溪股份	1.90	7993.94	23.85	2.52	79.56
000511	烯碳新材	9.97	6554.92	5.32	0.78	119.33
601958	金钼股份	10.04	6098.12	16.00	0.26	225.19
600036	招商银行	-0.68	5712.27	12.95	0.03	4.82

行业资金净流入（出）金额



后市整体平淡 局部存在机会

□招商证券 陈文招 孙倩倩

房地产去泡沫去库存、制造业去产能决定了经济周期内生性调整过程仍在持续，不排除下半年在“微刺激”的加码下，经济和股市会出现阶段性改善，但对改善空间不宜太乐观，此外，包括PPI见底回升、费用率普遍性下降、债务和信用风险解除等A股市场反转的条件均尚需等待。因而后续市场整体平淡，局部会有机会；大类资产仍是配置债券的阶段，股票资产则需在消费、服务和成长行业中精挑细选、耐心持有。

经济增速、宏观政策和风险偏好是决定股市的波动趋势和特征的三大因素。其中，经济增速的趋势决定股市的大方向，宏观政策松紧变化决定股市波动的节奏，政策松紧程度和风险偏好程度则决定了股市波动的力度和幅度。

从经济增速上看，经济周期性下滑压力仍存在，这主要是由于制造业投资和房地产投资增速都面临下降压力：从负增长的PPI和低迷的盈利能力可以断定，制造业产能过剩依然明显，其投资增速下降过程并未结束。同时，房地产的社会需求、自然需求、投资投机需求都面临拐点，供给量却庞大，房地产景气下行及其投资增速下降很可能只是刚开始，这决定了中国经济周期性内生调整过程并未完成。此外，短期也有一些其他积极信号，如5月份官方和汇丰PMI回升力度大显示政策“微刺激”托底效应明显。此外，随着欧美经济复苏，我国对美、欧、日等发达国家的出口开始回暖，这将延缓经济下行速率，甚至出现暂时性企稳回暖，但力度和持续性存疑，所以股票市场的大趋势仍处下行压力当中。

从货币政策和流动性上看，今年上半年利率下行主要源自银行资产配置转移，而不是央行货币总量放松。年初以来，商业银行对实体经济、房地产变得更加谨慎，从而贷款意愿降低，更多地将资产配置在银行间市场，银行间流动性相对宽松了一些，短期和长期利率才依次出现下降，这也正是年初以来债券市场上涨而股票市场停滞不前的原因。当然，监管部门对表外业务的监管促使资金从影子领域回归银行间，也为利率下行起了作用。然而，上述的逻辑也说明，流动性和货币供给总量并没有放松。这也可以从侧面得到证明：一方面，今年上半年货币信贷、社会融资额的增速不断下行，另一方面，实体经济的融资成本依然维持高位。从资产配置时钟的角度来讲，经济衰退带来的利率下行阶段是配置债券的时间窗口，长端国债利率下行向来都是与股市下行相对应，而股票的配置窗口则需要等到经济基本面和长端利率企稳之后。

目前来看，后续的货币政策对大类资产表现的影响十分关键。若是降准或降息，债券市场还会上涨，但股票市场和实体经济则不会有明显好转，中国经济和股市对价格型工具的敏感程度非常低，更何况商业银行对实体经济比较谨慎，降准、降息未必会促使银行放贷；若是数量型松动，贷款、货币供给、社会融资额回升，那么实体经济会回暖、股市也会上涨，债券市场反而会发生调整。但无论是从杠杆率、政策空间、实体经济的必要性等方面看，下半年均不具备大力度放松的可能。

从风险偏好来看，金融危机以来，中国的风险溢价水平逐年抬升，10年期AA级企业债与10年期国债收益率利差显示，今年比去年更上一层楼，风险偏好程度比去年更低。而风险溢价连续几年上升反映了越来越多的投资者对经济下行、房地产泡沫、信用风险和不良资产等风险的担忧。而风险偏好的下降会削弱利好因素的价值、降低股市波幅，这也是市场对近几次政策刺激的反应越来越弱的原因。

此外，若货币政策放松固然能带动市场阶段性反弹，但市场反转还需要更加深刻和复杂的条件，包括PPI见底回升、费用率出现普遍性下降、债务和信用风险消除等。这些条件若不具备，则说明产能未出清、供需也没有再平衡、企业成本端压力依旧、盈利能力难以好转、风险偏好没有有效提升。再综合考虑新常态下的经济趋势、政策力度、风险偏好等因素，不排除下半年在“微刺激”加码的带动下，经济和股市有阶段性反弹的可能，但对反弹空间不宜过于乐观。因为政策大力度放松的可能性非常之低，更何况投资者的风险偏好程度也连续几年大幅下降。因此后市市场整体表现平淡、局部会有机会，但也不大可能是爆发性的。大类资产仍是配置债券的阶段，并以利率债和高等级信用债为主，而股票资产需在消费、服务和成长行业中精选业绩增长确定、估值安全、预期改善的股票，耐心持有。此外，若货币政策继续放松，资金敏感性行业如金融、地产等也会有脉冲式反弹，值得投资者关注。

小金属概念重新走强

□本报记者 龙跃

沪深股市本周三继续小幅调整，但以钼和镍为代表的小金属概念股却逆市走强。在此类股票带动下，申万有色金属行业指数昨日上涨1.30%，在各一级行业指数中居于涨幅第一位。

昨日，沪深股市低开低走，全天呈现出震荡下行的低迷格局。不过，这一低迷态势对小金属股影响有限。从盘面看，多数小金属概念股当日上午均保持横盘震荡的格局，拒绝调整的迹象比较明显。下午开盘后，小金属概念股开始摆脱大盘影响独立走强。至收盘，在有色金属成分股中，金钼股份、洛阳钼业、新华龙、方大碳素、华泽钴镍等5只个股涨停，涨幅在5%以上的个股多达10只，而这些强势股基本都属于小金属概念股或涉及小金属开采加工等方面的业务。

从历史走势看，以镍、钼为代表的小金属概念股由于供需预期转变，曾经在5月中旬发动过一轮非常猛烈的反弹行情，在经过近一个月的震荡调整后，如今再度走强也引发了市场分歧。一方面，有投资者认为，基于股价弹性、基本面变化等因素，小金属概念股5月中旬的上涨只是“热身”，未来仍具备广阔反弹空间；但另一方面，也有投资者表示，昨日反弹只是前期参与小金属概念股主力资金制造的出货行情。分析人士指出，从昨日反弹温和的量能看，小金属概念短期仍有进一步活跃的空间；不过考虑到多数个股较高的估值水平，预计短期反弹空间会相对有限。

事件+预期 石墨烯概念现涨停潮

□本报记者 魏静

昨日，尽管两市继续回落整固，热点零星散落，但石墨烯概念股却走出了集体上冲的反转行情。分析人士表示，石墨烯概念股的涨停潮，一方面是源于其资源可能变身稀土的预期，另一方面，中超电缆昨日午后的战略合作公告，也起到了推波助澜的作用。短期而言，石墨烯概念股有望继续借势上冲。

早在本周二，一则“石墨资源或成下个稀土”的消息，就令石墨烯概念股集体迸发，具备资源优势的方大炭素和烯碳新材很快就强势封涨停。本周三，方大炭素、华丽家族及烯碳新材早盘也是集体奔涨停，午后石墨烯新秀中超电缆也奇袭涨停板，整个石墨烯概念可谓是“鸡犬升天”。

石墨烯概念指数昨日大涨5.49%，涨幅位居整个wind概念指数涨幅榜首位，最终报收1149.02点，离3月中下旬的高点1164.22点仅十余点之隔。技术上看，该指数短期大概率会借势突破前期高点。

分析人士指出，推动本轮石墨烯概念股强势上冲的最直接导火索，还是中国石墨行业协会轮值会长张彬的一句“建议”。其认为，石墨对于中国工业发展的重要意义，比稀土有过之而无不及，国家层面应该更多地关注这一产业的转型升级。而当下，尽管我国占据着77%的全球探明储量，但我国石墨产业长期处于产业链条中的原料供应者。石墨的出口价格一直保持在每吨3000-4000元之间，但经国外加工提纯再进口至中国，价格便成了10-20万元/吨，由此可见，国内石墨深加工产业面临的进口替代市场极大。

此外，中超电缆昨日午后发布的与国家电线电缆质量监督检验中心签订战略合作框架协议的公告，也对石墨烯概念股的涨势起到了一定的助推作用。目前来看，金路集团、华丽家族等龙头股均上冲至股价的阶段高位水平，短期创新高或者突破前高的几率较大。

■ 两融看台

融资再现抄底冲动

□本报记者 龙跃

近期市场调整不仅未引发两融投资者的进一步恐慌，融资抄底的热情反而有所增加。从本周二数据看，沪深股市整体融资余额逆市增长，各细分行业也基本呈现出融资净买入的状态。

6月17日，沪深股市融资融券余额报4007.50亿元，在经历了32个交易日的低位震荡后，重新回到4000亿元关口上方。其中，当日融资余额报3975.62亿元，较6月16日的3942.23亿元明显提升；而融券余额报31.88亿元，较此前一个交易日的34.05亿元明显下降。分析人士指出，融资明显增长、融券余额明显走低，反映出不少两融投资者将本周市场调整视为了多仓抄底的机会。

在行业方面，6月17日，28个申万一级行业板块中，除了建筑材料板块出现241.59万元的融资净偿还外，其余行业均呈现出不同程度的融资净买入格局。其中，计算机、传媒、房地产行业融资净买入额居前，分别达到了4.80亿元、3.53亿元和3.04亿元。

此外，在具体个股方面，6月17日融资净买入额居于前四位的个股分别为成飞集成、烯碳新材、光线传媒和国金证券，具体融资净买入额分别为1.62亿元、9446.69万元、9259.95万元和8532.17万元。而在融券方面，6月17日融券净卖出额居于前四位的个股分别为农业银行、中国银行、同方股份和中国太保，具体融券净卖出额分别为886.74万元、700.29万元、239.26万元和214.55万元。

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。