



最牛创业板的“炫”与“悬”

□本报记者 魏静



创业板领跑全球的三大底气

此前的创业板指数“新高秀”一直伴随着涨声及呐喊,如今创业板指数的再创新高却有种曲高和寡的孤寂意味;除因严重通胀被推高的委内瑞拉IBC指数外,创业板指数已经是今年以来全球表现最牛的指数。一方面,创业板的屡创新高,不断验证着成长故事的主旋律,毕竟经济复苏乏力以及政策层面偏中性的大背景为成长股行情提供了“温床”;另一方面,当所谓的成长故事过分透支未来的业绩预期后,“高处不胜寒”的担忧也就随之而来了。分析人士指出,经济复苏疲弱叠加流动性收紧预期无疑会令A股承压,未来成长股阵营难免会分化,投资者需仔细甄别个股质地。

按常理来看,创业板超越基本面的走牛早已潜藏了不小的调整风险,这期间一旦市场出现集体下挫的情形,便极容易引发成长股群体的抛售潮。然而现实却是,创业板顽强抵抗住了主板市场连续重挫的冲击,反倒演绎了一出逆市创新高的好戏。

昨日,创业板指数逆市上涨0.52%,领跑A股各主要股指,盘中更创出1091.91点的反弹新高。拉长时间来看,今年以来,创业板指数以50.41%的累计涨幅领跑全球各主要股指,表现仅次于因严重通胀而被推高86.45%的委内瑞拉IBC指

数。同期,道琼斯工业指数累计上涨15%,纳斯达克指数累计上涨13.38%,英国富时100、法国CAC40及德国DAX指数分别累计上涨7.82%、6.28%及8.25%,日经225指数则累计上涨25.38%。

创业板领跑全球股指的超强底气究竟何在?分析人士认为,主要还是基于目前的宏观大背景以及创业板的高成长光环,即经济增长放缓及结构转型下的必然选择。

其一,今年宏观环境整体偏中性,经济复苏虽乏力,但仍维持于复苏的通道中,再加上欧美经济逐

步步入复苏的正轨,这都决定了A股市场既无趋势性的机会,也无系统性的风险,这无疑给活跃资金提供了“折腾”的底气。

其二,在整体市场盈利状况不佳的背景下,具备高成长性的个股属于市场稀缺资源,理应享受一定的估值溢价,某种程度上资金抱团这类成长股便是震荡市变防御为进攻的手段。

其三,当前带有“成长”光环的个股多是“小行业”的“大公司”,这类个股多集中于创业板内部,更符合经济转型方向,因而也更易受活跃资金的青睐。

“高处不胜寒”担忧继续发酵

行至“全球之巅”,创业板的看涨声却趋于分化。部分机构认为,创业板的再创新高继续强化成长逻辑,成长股将强者恒强;不过目前认为创业板中期调整迟早会出现的声音也逐步显现。毕竟,创业板的持续走强,主要是基于经济增长放缓及结构转型背景下的现实之举,期间资金疯狂抱团的举动更是助涨了创业板的牛气。然而,任何市场都不可能只涨不跌,目前来看,创业板的疯狂拉涨,早已脱离了其基本面的实质,未来大举回调将是大势所趋。

一方面,成长股的盛宴本就不可能永远持续下去,而中报将成为检验成长股业绩成色的试金石,未来一旦成长股的利润增速

不及市场预期,则大范围的“挤兑”征程将展开。截至本月15日,公布2013年中报业绩预告的公司共有918家,其中中小板的披露最为充分,创业板的披露较少。具体来看,在公布预告的上市公司中,预增公司占比超六成,业绩预减或不确定的公司占比分别为36%及2%。前瞻地看,二季度上市公司单季度利润环比将有所改善,但幅度大幅超出预期的可能不大。也就是说,目前成长不分“真假”地乱炒,早已埋下了调整的隐患,只是触发点还未出现。

另一方面,从昨日的盘面来看,尽管创业板内部依然有5只涨停个股,赚钱效应也较为显著,但个股的分化已在进行中,

尤其是明星股。在创业板迭创新高的背景下,此前的明星股并不买账,联创节能封死跌停板,乐视网、国民技术、碧水源等明星股也纷纷跻身创业板跌幅榜前列。这背后产业资本疯狂的减持早就警示风险,近日多只创业板明星股更出现了单日放巨量的情形,这或许也是相关明星股见顶的一大信号。

分析人士指出,如今牛气十足的创业板指数正演绎着“狼来了”的戏码,创业板的三度反转而上,虽然在一定程度上强化了资金对成长股的高度认同,但“狼”最终还是会出现在创业板的中期调整也迟早会到来,投资者当前不宜盲目追高。

资金推动式上涨难持续

□万联证券研究所宏观策略部

2013年的A股市场,呈现了超乎寻常的结构市特点。截至6月17日,创业板指数累计上涨50%,同期沪深300指数和上证综指都下跌了近5%。A股市场出现了冰火两重天的局面:一面是创业板的牛市行情,另一面则是主板和蓝筹指数的持续走弱。

在判断创业板走势之前,我们首先需要理清创业板上涨的逻辑。这里有两层逻辑:共振和分化。去年12月市场触底之后,创业板和主板都出现了流动性推动的上涨,这种共振持续到今年3月初。而3月之后,两者开始出现分化,刺激政策预期的破灭和政策对经济增长底线降低的态度,成为了压垮周期股的最后一根稻草。进入4月之后,创业板的涨势不断强化,屡屡创出新高。期间虽有海外风险暴露、监管层行政干预等不利因素,亦无碍创业板指数的一次次走高。

如果结合外部来看,创业板指数和日经指数有着相当好的同步性。其背后的逻辑在于,两者都受全球风险偏好上升和流动性泛滥推动。日本自去年4季度开始史无前例的大规模量化宽松计划,大量供给零利率、同时存在贬值预期的日元。随着美国的复

苏和地产价格的回升,日元已经成为最主要的套息货币,同时人民币也是高息、币值预期稳定的货币,美元-人民币的套息交易已经转为了日元-人民币的套息交易。

从本质上来说,本轮创业板的行情还是流动性推动的,因是海外经济体的量化宽松,大量廉价的资金涌向中国,进行套汇套利活动,推高资产价格;内因是IPO暂停后股市供需关系改善。同时,创业板本身的特性强化了这种上涨。创业板指数的行业集中度非常高,五个权重最高的行业包括信息服务、机械、医药、电子、公用事业,其权重分别为23.48%、20.68%、15.5%、8.8%、6.3%,前五大行业权重达到75%。前十大行业权重达到92.4%,而权重超过2%的行业仅有9个。此外,创业板指数权重股的集中度也非常高,前五大权重股的集中度为17%,前十大权重股的集中度为27%。这种情况下,创业板的龙头板块和个股稍有表现,就很容易带动指数出现明显上涨,反过来又会对其他板块和个股情绪形成传导,从而形成一种自我强化式的上涨。

本轮创业板行情中,最为空方诟病的两点是业绩和减持。一季报显示,355家创业板公司一季度盈利49.2亿元,同比下降了1.6%,较去年-8.5%的盈利增速小幅回升,将产生巨大压力。

但仍然低于主板的10.8%和非金融企业5.2%的盈利增速。盈利能力方面,创业板滚动一年ROE为7.1%,大幅低于非金融企业9.2%的ROE。2013年以来,355家创业板上市公司中,已有205家出现了关键股东持股变化,净减持金额已高达146亿元,而去年同期仅为35亿元,同比增长317%。就占比来看,截至6月17日创业板减持金额占全部减持金额的占比为24%,去年同期为12%,增加近一倍。

我们不排除部分资质优秀的创业板个股成为长期牛股,但就板块整体来看,因流动性推动而不是盈利提升带来的牛市,其基础并不坚实。全球风险偏好的一丝风吹草动,都极有可能成为创业板调整的导火索。基于A股市场大盘蓝筹受基本面压制的情况短期无法改变,创业板超额收益的回落需要等待催化剂的出现,包括经济超预期的向上或向下,股票供给方面则要看IPO开闸带来中小市值个股供给的增加。同时,资金面的松紧也将直接关系到股市的估值,6月底将是季末资金惯性紧张之时,如果创业板的热点效应开始减退,银行间资金价格会吸引一部分避险资金参与回购交易,对股市的估值和资金抱团取暖的创业板将产生巨大压力。

但是,回到创业板泡沫,我们发现这个泡沫与上述泡沫有着明显的不

创业板泡沫:这次有点不一样

□信达证券 陈嘉禾

同——它的产生并没有依靠任何概念的引领。创业板的业绩增速在总体上并没有超出市场平均水平,新股停发也不只是停发创业板,同时创业板在制度上也没有任何保障(如前所述,甚至在退市制度上还存在劣势),而创业板公司的性质在本质上与中小板、中证500指数成分股并没有什么不同(后者上市的时间更长,稳定性甚至高于前者)。这意味着本次创业板的泡沫,其产生机理来自于一种更加罕见的泡沫形态:几乎完全因为从众行为产生的泡沫。

从众行为指的是投资者倾向于和其他投资者保持一致,而不论这种行为的依据何在、后果如何。一般来说,不止是人类,群聚物种都有这样的自然倾向,以依靠群体的力量最大程度的保护个体。可惜,这种行为对投资没什么太大的好处。

具体到投资表现来看,个人投资者会因为别的投资者买入创业板赚了钱而去做同样的事情,而不论创业板是否有价值;机构投资者也许比个人投资者要理性,但当他们每个月的业绩考评因为同一买入了创业板而变差的时候,他们也就被迫去买入同类的股票,否则他们将面临来自股东和投资决策委员会,下自投资人的巨大压力。

由此可见,创业板的上涨与业绩或许有一些关系,但业绩增长并不是决定创业板牛市的主要驱动力。与2010年初所出现的海南板块上市公司股价泡沫又有所不同的是,本次创业板股票的上涨也不是由概念驱动的。

一般来说,泡沫的构成需要两种力量,一是有足够的吸引人的概念,二是具备从众行为的投资者。在一般的泡沫里,两者的位置同样重要,而泡沫发展在引导,后期主要依靠投资概念的引导,后期主要依靠从众行为的发酵,索罗斯在自己的著作里多次对这个问题有过深刻的讨论。

2010年年初,在国家提出建设海南国际旅游岛的背景下,海南概念迅速升温,一批如罗顿发展、罗牛山、海南高速等概念股随之暴涨,股价飙升幅度惊人。

事实上,不仅海南板块股票泡沫是由“国际旅游岛”这样一个概念驱动的,很多历史上的泡沫,如美国科技股泡沫、黄金泡沫等等,都是在一些概念的引领下产生的。美国科技股泡沫依靠的概念是美国的科技革命,而黄金泡沫依靠的概念则是全球货币体系崩溃。

但是,回到创业板泡沫,我们发现这个泡沫与上述泡沫有着明显的不

风险释放仍未结束 等待成长股更好机会

□兴业证券策略研究团队

短期大幅下跌后,市场进入弱势震荡格局,甚至可能出现反抽。但是,在基本面和流动性的“双杀”尚未结束前,市场风险释放并未结束,建议投资者继续保持低仓位,等待成长股更好的投资机会。

当前成长股行情整体上仍处于“底部的顶部”,整体上的风险和回报仍不匹配,调整分化风险仍在释放中,建议多研究、去芜存菁、集中持仓于强者恒强的成长股。中期看,从存量财富再配置、成长的稀缺性以及流动性环境看,等待中报和IPO风险释放之后,成长股行情有望迎来更好的机会。

基本面和流动性双杀格局将制约市场表现。经济增长偏弱,5月PPI环比增速为-0.6%,远低于历史季节性规律的0.31%。根据电网日均发电量测算的6月上旬发电量同比增速约7%,延续不温不火态势。外汇占款的萎缩、央行的静默,叠加季节性因素共同导致资金价格飙升。严打虚假贸易以及中美基本面差异引发资金流出,导致5月外汇占款由4月的2944亿元大幅下降至668亿元。更为重要的是,央行在货币政策执行过程中释放出偏紧基调,有别于以往在公开市场操作中履行平抑资金价格的职责,5月底以来央行选择了“沉默”。

展望未来数周,在6月底的存贷比考核、理财资金面临资金池监管口的兑付缺口、国家外汇局《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》的严格执行,以及7月约4000亿元的财政存款上缴等压力下,资金价格仍将维持偏高水平。

风险偏好颓势难以扭转。汇金再度出手增持新华保险和光大银行,加上此前3只ETF获净申购51.64亿份,预计都难以扭转低迷的市场情绪。一方面,衡量国内风险溢价的企业债信用利差,以及A股市盈率倒数减去10年国债收益率均出现上行;另一方面,美联储QE退出预期升温导致全球市场风险偏好回落,VIX指数拐头向上,美国企业债信用利差也出现回升。

成长才是硬道理,下半年成长股仍是主战场。后续若成长股调整,大盘股和周期股也没有机会,因为下半年经济下行压力增加。基建投资面临地方政府债务天花板,2013年若要支撑20%的基建投资增速,需要新增负债约3.3万亿元;房地产投资后续有不确定性,5月房地产成交面积同比增速大幅下滑,房地产新开工面积增速回升缓慢。我们认为,政策对短期经济增速下行的容忍度在提升,更加强调简政放权、提高效率。

成长股短期能调多深,取决于流动性偏紧持续的时间以及中报业绩的验证。回顾A股历史,在流动性收紧的初期,投资者很可能优先减持流动性较好的大盘蓝筹股,导致小盘成长股相比大盘蓝筹股仍有相对收益。但若流动性长时间持续偏紧,则小盘成长股最终将面临补跌风险。

盈利方面,相比于2011年下半年业绩不达预期导致的创业板暴跌,本轮创业板成分股股价涨幅和营收增速以及利润增速高度相关。因此,只要这些成长性行业仍然能够维持高成长性,则股价没有系统性风险。

建议向龙头成长股集中

□长江证券策略小组

尽管中期来看,我们认为中小股票未来3个月存在明显调整的可能,但就本周来说,预计小股票强于大股票的格局依旧不会有太大改变。一方面,国内宏观基本面变化不大,海外资金可能依旧会有持续性流出;另一方面,在小股票业绩没有出现压力的情况下,强势的市场预期短期对IPO的敏感程度依旧偏低。维持对成长股且战且退的策略,建议进一步向龙头成长股集中。

热钱边际减弱趋势存在。受伯南克讲话影响,QE退出预期再度升温,资金撤离新兴市场导致亚太股市上周出现明显回落。我们认为,相较于前两轮QE结束时的经济环境,本轮美国经济已经完成了债务率去化和产能投资逐渐加速的过程,因此无论是国债购买压低市场化利率,还是MBS减轻企业债务风险的必要性都逐渐降低,下半年QE逐步退出是趋势所在。

我们对于新兴市场热钱撤出的行为相对谨慎。在短期的3个月之内,预计美国货币收紧的预期很难有明显改观,而目前国内在货币政策方面的调整空间也非常有限,系统性加息很难出现,因此热钱短期获利了结趋势难以改变。

成长股短期情绪仍强,但市场面风险已加剧。新股发行改革征求意见稿公布之后,中小股票经过一天的调整,再度迎来强势反弹,但我们依旧认为以3个月的范畴来看,成长股已经走到这轮上涨的中后段,基本面风险的逐步体现是可见的。只是由于之前乐观情绪的蔓延,导致对利空不敏感的市场现象再度出现。

首先,从历史看,IPO重启不存在中期对市场流动性的大幅影响,但重启之后的短期冲击较明显。本次新股发行提到发行时点由发行人自行选择,这一点可能导致批量发行,抑制创业板泡沫式行情。市场热炒创业板时,新股发行量快速上升,抑制创业板上涨;反之亦然。

其次,美国量宽收紧的趋势仍将持续,因此海外流动性方面,短期从股票需求端来说,对小股票的影响也是较大的。

最后,5月以来创业板的炒作热点有扩散的势头,因此在盈利方面,中报对部分企业来说面临考验,建议向龙头成长股集中,对于近期主题炒作的小盘股保持谨慎。