

创业板长阴似顶 跷跷板困局难解

□本报记者 申鹏

眼看要加速突破，却以长阴打破强势节奏，创业板指数“欢迎还拒”的走势多少出乎投资者预料。历史高点前大幅回撤，引发了创业板见顶的猜测，也令风格转换的预期再次抬头。基于估值过高、业绩分化、恐高心理等因素，创业板剧烈调整在情理之中，不过长期趋势的改变并非一日而成。从基本面及交易行为的角度看，创业板此轮上升趋势的彻底终结，可能需要持续的“大事件”来扭转投资者对于这一板块、或者说市场中成长股群体的中长期预期。如果没有这一条件，“顶部”可能就是短期的。

另外，如果将当前的结构性行情简单地归纳成“新兴”和“传统”，那么投资者需要思考的问题是：如果“新兴”不好，“传统”会更好吗？从当前的经济和政策环境来看，这种情况出现的概率较低，或者说即便出现也难以维持较长的时间。因此，跷跷板“困局”仍然难以从“传统”端求解。

风险积累 恐高触发调整

昨日创业板指数大跌4.40%，冲击历史新高的进程戛然而止。用“意料之外，情理之中”来形容昨日创业板的大跌，一点都不贴切。创业板股票整体估值过高，是一个“硬伤”。Wind数据显示，昨日大跌之前，创业板整体市盈率55.09倍，全部A股和沪深300成份股分别为12.57倍和9.19倍，创业板相对于这二者的溢价比例分别高达334%和497%，均为历史最高值。实际上，创业板的绝对估值距历史高位仍有相当的距离（最高曾超过80倍），相对估值的升高主要源自其与整体市场走势高度背离。估值过高将影响持有者的长期收益率，卖出股票属于理性选择。

■ 探寻新三板投资路线图（四）

参股新三板个股面临价值重估

□金百临咨询 秦洪

随着多层次证券市场的建设工作向纵深发展，新三板市场的扩容步伐也有望随之提速。拥有新三板公司或者拥有优质公司股权的上市公司将面临股价重估。建议关注两类个股：一是契合产业发展趋势的品种，二是大量拥有优质新三板挂牌交易公司股权的个股。

三动力驱动价值重估

一旦新三板扩容提速，相关参股新三板公司股权的A股上市公司将面临一定的重估。原因有三：一是新三板的挂牌将推动价值重发现。这一点就如同A股那些交叉持股的上市公司一样，拥有的是优质企业股权，未挂牌交易之前，大多是隐蔽资产，既未被市场所熟知，也未有一个清晰的定价；但挂牌交易之后，这些优



反观业绩，创业板整体业绩增速一般，内部业绩分化严重，仅有少数股票能够实现高增长。根据已经公布的中期业绩预告统计，创业板今年年中实现同比50%（上限）以上业绩增长的股票数量为60只，另外还有大约40%的股票出现负增长。

结合估值和业绩，整体上，创业板业绩增速并不支撑高估值，个体看，少数股票业绩增速能够消化当前的估值水平，另外一部分则是“裸泳”。如果说估值和业绩令资金对基本面“恐高”，那么创业板指数距离历史新高仅一步之遥，则造成资金对价格“恐高”。历史新高通常会对投资者心理形成压力，主动抛售就此产生。实际上，如果从昨日的分时走势来看，创业板的下跌过程主要在上午完成，指数跳水伴随放量，是资金主动抛售筹码的典型走势。另外，再融资和IPO开闸虽暂无时间表，但早晚会上。从目前的情况来看，股票新增供给无论是在数量上还是质量上，都将对市场形成巨大冲击。实际上，在上述因素中，股票供给已在投资者预期之中，估值和业绩的风险是持续上涨积累而

来，而时点的选择恐怕主要由“历史新高”触发。

“长阴”不意味“长顶”

历史新高前的长阴，引发了投资者对于创业板见顶的猜测。创业板是否就此见顶尚难断言，不过，对当前创业板行情如何定性则有助于做出判断。实际上，目前创业板行情的性质有两大特征：一是范围上看，创业板指数代表的不仅仅是100只创业板成份股，而是包括市场内全部隶属于新兴产业的所谓“成长股”；二是趋势上看，当前创业板指数以及成长股已经形成了中长期的上升趋势，这一趋势表面上看是价格，实际上还包括投资者预期、增量资金、行业和公司成长周期以及政策导向。因此，判断创业板长阴是否造顶，要看新兴产业发展的趋势是否结束。从行业及公司的成长周期来看，新兴产业所以为新兴，就是因为其处于朝阳期，无论是技术发展还是商业需求增长，都是向上的。我们看到一个典型的行业就是移动通讯，从固定通信网络到无线互联网络，从文字信息到视频信息，技术革命推动需求扩张，行业及公司规模快速增长。美国股市上，很多科技类公司

如苹果、谷歌、三星、微软等市值均在数千亿美元。实际上，当前中国股市可能正在“复制”这一趋势，卖网络视频的乐视网总市值相当于拥有很多钢厂的武钢股份，这本身就反映了新旧行业更替的大趋势。

从政策导向来看，当前宏观政策寻求稳增长与调结构之间的动态平衡，但从长远看，调结构是实现经济可持续发展的主要途径。因此在未来相当长的时间里，具有广阔发展前景的新兴产业都将是政策主要扶植的对象。

成长周期以及政策导向的大趋势，造就了投资者预期、资金流入与股价运行趋势。可以看到，今年以来，成长股在预期、资金和价格上已经形成了相互强化的良性循环。首先，分析人士和投资者在成长股长期预期上几乎是一致看好的，尽管短期有分歧；其次，今年以来，从成交金额上可以看出创业板代表的成长股是持续有新增资金进入的；最后，股价更为显而易见，很多成长股价格大幅上涨，上涨1倍甚至数倍的股票也不鲜见。

应该说，这些大的趋势不会因为指数的单日长阴而改变。如果说当前成长股存在“趋势性泡沫”，结合纳斯达克的经验来看，

泡沫的破灭可能需要一系列的“大事件”触发才能完成，包括大量新技术公司破产、收购失败等。就目前的情况来看，大趋势扭转的条件尚不具备。

当然，新兴产业的风险巨大，也是事实。能够成为“伟大公司”的是极少数，因此未来在成长股群体里，分化是必然，对投资者来说，长期除了眼光以外，也需要运气。

跷跷板困局难解

创业板指数的大跌，同样令“风格转换”的预期升温。实际上，昨日在基建股的支撑下，上证指数数的下跌幅度仅有0.6%，远远小于创业板跌幅，跷跷板”效应再次显现。

短期来看，传统行业的走强确有其逻辑所在。由于当前经济疲软，投资者产生了决策层将出台政策刺激经济发展的预期，而实际上也确实有一些政策陆续推出，这对传统周期股的上涨形成支撑。然而，这一预期的脆弱之处在于：一是很容易被疲软的经济数据或者上市公司业绩数据打破；二是长期来看并不稳定，因为就目前的情况看，决策层不会长期大力度刺激经济。

这决定了随着时间的推移，“跷跷板”效应将无法避免变成“跷跷板”困局，很难通过传统周期股的持续上涨来打破。如果简单将市场中的股票分作“新”和“旧”两类，那么行情的组合可能有四种：新涨旧涨、新跌旧跌、新涨旧跌、新跌旧涨。从可能性来讲，最后一种组合最难出现，或者说短期出现容易，但长期存在难。

因此，对于博取短线收益的投资者，可尝试参与一些有明确政策支持的传统周期股，如高铁、棚户区、西部开发等；但长期来看，逢低买入成长股或增长稳定的消费股，仍然是最优策略。

是重点跟踪两类个股：一是契合产业发展趋势的品种，尤其是契合当前经济结构转型、积极培育新兴产业方向的个股，由于这些个股本身符合当前市场热钱的选择趋势，因此往往会放大股价的涨幅；二是大量拥有优质新三板挂牌交易公司股权的个股，这些个股弹性大，股价涨升幅度也大。既如此，持有北京时代、绿创环保等新三板公司股权的紫光股份、同样参股绿创环保的北新建材、间接参股合纵科技的中国宝安，参股星昊医药且为第二股东的双鹭药业等个股可跟踪。

编后 2013年很可能成为新三板加速发展的元年。券商是整个新三板市场体系运转的核心，高科技园区是高新企业的孵化器，参股新三板个股则直接面临价值重估。未来这三类品种将共同分享新三板提速带来的投资机会。（本系列完）

申银万国：

结构性机会难以把握 市场化改革成投资主线

□本报记者 朱茵

“下半年系统性风险溢价上行，结构性机会比上半年更难把握。只有相对确定的投资主线和标的将获得更高的估值溢价。”申银万国证券研究所在夏季策略会上表示。该研究所认为，下半年十八届三中全会将是市场关注的焦点，以市场化方向的改革是大势所趋；改革从供给端入手，通过要素价格改革提高资源配置效率、通过破除垄断和去行政化都将激发市场主体积极性。

经济呈“超低空飞行”

转型是中国的希望所在。申万研究认为，转型的实质就是通过改革，重塑规则。改革主要包括一个主导改革（政府改革）、三个中心改革（金融改革、破除垄断、收入分配）和六大配套改革（要素、土地、户籍、财税、公共服务、国企改革）。

从今年以来改革的进展看，呈现三个特征：一是政热经冷，政府本身的职能改革以及去行政化的进展要快于经济领域改革的进展；二是规范多，发展少，这尤其体现在金融和房地产领域；三是以落实为主，新出台改革措施不多。预计十八届三中全会之后，经济领域改革会加速推进和实施，重点关注新型城镇化、破除垄断、利率市场化以及多渠道化解产能过剩。

守住底线加速转型最理想的情形是通过转型的有保有压实现经济的自然平衡。但申万研究表示，一方面不清楚精确的底线在哪里，另一方面很难保证保和压的平衡，二者之间需要动态平衡。总体上未来3-5年中国经济将呈现紧贴底线的超低空飞行的特征。就目前情况看，经济需要政策进行对冲，既要出手稳增长，又要使得负面效应最小。有三条路径可供选择：一是在规范之后，鼓励新的金融工具发展，譬如通过发债解决地方政府和铁路建设的资金问题；二是加大基础设施投资和消费性投资，既可以缓解产能过剩，又有助于经济转型，水利、电力、环保、高铁、轨道交通、能源、保障性住房等领域都仍具有较大的投资空间；三是在合适的政策进行修正，譬如在保障性住房发展建设占一定比重以及房价现的限价限购等。申万研究预计现阶段会以以前二者进行对冲，在房产税普及之后，第三条才有望实行。

A股“市”不可挡

十八届三中全会将是下半年市场关注的焦点。申万研究认为，以市场化方向的改革是大势所

■ 资金流向监测

沪深两市资金净流入前十					
股票名称	最新价	涨幅（%）	流入金额（万元）	流出金额（万元）	净流入额（万元）
鸿博股份	10.12	10.00	48153.75	21735.06	26418.68
江苏吴中	14.86	9.02	80442.06	62286.68	18155.38
香梨股份	11.69	9.97	24724.80	10281.33	14443.47
海螺水泥	14.59	3.04	35268.26	22683.05	12585.21
证通电子	9.67	10.01	17054.09	5264.37	11789.72
格力电器	24.86	0.81	27480.42	17759.85	9720.57
上海家化	49.13	0.86	28071.85	18385.91	9685.94
酒鬼酒	18.80	4.16	31986.05	22436.39	9549.66
水井坊	14.25	10.04	15069.16	6105.13	8964.03
中原内配	13.93	9.69	13118.75	4594.58	8524.17

