

财经圆桌

资金驱动 大盘有望高位震荡

本周大盘经历大跌后反弹，过去两次新股发行后“假摔反弹”行情会否重演？

注册制改革将对四季度市场产生怎样影响？投资者该如何布局？本周财经圆桌邀请广发证券策略研究员陈杰、国金证券策略分析师徐炜、华融证券证券投资部投资经理王坤三位嘉宾，共同展开讨论。

资金不会主动撤离

中国证券报：本周有新股发行，大盘在周一大跌后有所反弹。从过去两次新股发行经验看，大盘都是“假摔”后上涨，这次是否还会重演？

陈杰：我认为周一大跌主要有四方面原因，首先是外资流出，其次是资金面紧张，第三是经济数据不理想，再则受市场情绪影响，资金对反弹的态度比较犹疑，避险情绪主导市场。

此前两波上涨都和新股申购资金的回流有关，而本周密集的新股申购也给大盘带来不小压力，短线来看，这一波新股申购资金回流将会带领大盘上涨，但是考虑到年内还有50多只新股等待发行，加上未来还有一些大盘股发行、优先股发行，四季度扩容分流压力较大，单纯从资金面角度看，大盘震荡的可能性大。

过去两次新股发行后市场都有比较强烈的反弹，综合市场对改革的预期，市场有可能再度重演反弹行情。

徐炜：近期A股在高位出现明显震荡，表面看是受一些因素冲击，例如对IPO、注册制的担忧，但从根本上讲还是A股自7月以来已连续上涨，其中并没有出现有效调整，因此积累了非常多的获利盘。此外，目前主要依靠提杠杆带来的新增资金，也会放大市场波动，涨时助涨，跌时也会同样放大下跌效应。从目前市场情绪看，资金仍然是比较活跃的，在持续追捧军工的同时也在积极博弈各种概念，只要没有出现连续性的下跌，资金不会主动撤出市场。

有望迎来“慢牛短熊”

中国证券报：注册制改革有望年底前推出，对A股走势将产生怎样的影响？

王坤：我个人认为注册制改革对市场而言也许并不是利空，如果相关配套如信披和监管能同时严格推进，对市场还会形成明显利好。注册制改革是资本市场打破政府行政管制的重要改革，也会强化市场对改革的预期。如果推出注册制改革，短期可能会对A股产生一定冲击，认为新股供给增加，资金紧缺；但从长期来看，市场会受益于注册制改革，A股会因为改革中长期走强。

陈杰：注册制改革可能在年底推出，但真正实施还需较长一段时间，而注册制改革的基础是证券法的修订，包括出台一系列监管和惩罚措施，短期将对A股产生一定下行压力。但从中长期来看，注册制对A股市场总体利好，对价格较低的权重股是利好，

对价格较高的中小盘股是利空。由于注册制宽进宽出，上市公司对改革的预期，市场有可能再度重演反弹行情。

徐炜：今年以来IPO规模一直不大，其规模明显受到控制；与此同时，定向增发则占据了非常大的再融资比例，定向增发的数量与规模都创历史新高，A股也形成了定增类概念的投资热潮。现在依然有大量排队等待上市的公司，预计在它们完成上市之前，注册制更多以制度建设为主，真正实行可能还需一段时间。

四季度宜谨慎

中国证券报：最近市场有所回调，但部分机构认为2350点是本轮反弹终点，四季度投资者应采用何种策略？

陈杰：四季度的宏观和中观数据预计将维持较弱格局，主要受到地产投资、制造业投资、基建投资同时减速的拖累。地产销售还未企稳，地产投资最快也要在明年上半年才能有所回升。9月中观高频数据显示，“旺季不旺”，基本面回暖趋势不明显。

加上去年三季报A股盈利基数较高，因此预计企业盈利水平下半年将逐季回落，整体而言，宏观经济基本面不足以支撑大盘上升。

从板块层面看，新兴成长股面临估值高企泡沫，大盘蓝筹面临杠杆高企硬伤，板块选择上都无优势。因此四季度建议投资者采取较为谨慎的投资策

略，甄选各行业最优细分分子行业，从必需消费品存量资金博弈的角度，建议“卖白酒买医药”；从成长股业绩验证的角度，建议超配环保和海工设备；从大盘蓝筹股“逆周期改善”角度，建议超配铁路设备和非银金融。

徐炜：A股市场近期明显出现资金驱动特征，基本面与市场之间的背离已经维持相当长一段时间，从基本面看，宏观经济在8月出现明显回落，注重基本面的海外市场早已开始调整，但A股近期显然已脱离基本面的束缚，走出强势的独立行情。背后的逻辑也许是A股投资者更为看重改革预期，或者是赚钱效

应让资金前赴后继进场。我们建议投资者后续要多关注资金面变化，如新增开户数、融资融券的增加额等，因为在当下，资金面变化比基本面变化对市场影响更大。

王坤：目前看来，2350点一线确实存在较大压力，市场多次在这个位置止步不前。但个人认为2350点不会是本轮反弹的终点，市场还是有很大可能去冲击2400点一线，而要实现这一目标，权重股必须发挥重要作用。

我认为四季度A股市场有可能出现不标准的U型走势，即在季度初有可能因为数据真空、地产限购放开等政策转向，

出现一波权重股带动的脉冲式上涨行情，换言之是突破2350点压力的一波上涨行情。但是，由于短期内缺乏经济数据的实际支撑，加之改革是一个漫长过程，短期难见效果，因此大盘在脉冲之后，市场不可避免陷入调整，幅度相对比较大，但到季末，市场风险已经释放，又到了布局跨年度行情时刻，市场可能会因此酝酿一波比较大的行情。

投资者如果不抓短期波动，完全可以等着布局跨年度行情的机会。对于把握短期趋势比较好并且对权重股比较偏爱的投资者，可以积极参与四季度初的上涨行情。

瞭望

阿里巴巴 是美版中石油吗

□皮海洲

阿里巴巴与中石油是两家风马牛不相及的企业。中石油是央企的代表，既是传统型企业，也是垄断型企业。阿里巴巴虽然是名义上的“外资公司”，但更是民营企业的典型，同时也是新经济的代表。所以尽管这两家企业在中国都有很大的影响力，但是两种完全不同类型的企业的。

但随着9月19日阿里巴巴在美国纽交所上市，很多市场人士以及投资者就把二者联系在了一起。大家纷纷猜测阿里巴巴会不会是美国股市上的中石油A股。

对于中石油A股，这是A股市场投资者难忘的一道伤疤。该股票于2007年11月5日登陆A股市场。由于该股发行时受到市场大力追捧，结果新股上市时大幅度高开，开盘价即成历史次高价，随后股价一路走低，不仅套牢无数投资者，成为A股市场最套人的股票之一，而且还带领A股大幅下跌，成为2008年A股走熊的重要推动力。

那么为什么阿里巴巴的上市会让国内市场的投资者把它与中石油A股相提并论呢？这主要是源于二者之间的形似”。中石油A股上市抓住的是2007年那一轮牛市的大尾巴，中石油当时的发行与上市受到市场的大力追捧。而目前阿里巴巴上市之时，美国股市同样经历了一场连续数年的牛市，不少人也担心目前美国股市正处于一轮牛市的尾声。而且阿里巴巴的发行如中石油A股一样，同样受到投资者的大力追捧。

不过，尽管阿里巴巴与中石油A股存在某些“形似”之处，但二者之间更多的是“神不似”，因此，几乎可以肯定阿里巴巴不会成为美国股市里的中石油A股，阿里巴巴不会重复中石油A股的悲剧故事。

首先，就阿里巴巴对美股指数的影响来说，显然不能与中石油A股当年的情形相提并论。中石油在A股市场堪称“股独大”，对A股市场及A股指数影响甚大，尤其是中石油A股在新股上市当天即计入指数，这进一步加剧了中石油A股对整个A股市场的影响。而阿里巴巴在美国股市的权重与中石油A股不可同日而语。并且阿里巴巴暂时也不计入美股指数。所以，从阿里巴巴对美股的影响来说，不可能重复中石油A股的故事。

其次，就阿里巴巴的个股走势来说也不会重复中石油A股的走势。中石油A股是A股市场最牢固的绳索，但阿里巴巴显然不会成为美国股市上的铁链锁。之所以如此，主要是基于这样四个方面的原因。

一是阿里巴巴尽管IPO时受到了市场的追捧，但新股上市首日的表现较为理性。当天开盘价92.7美元，较发行价上涨36.3%；收盘价93.89美元，较发行价上涨38%。这样的涨幅是比较理性的。这也决定了阿里巴巴的中签者获利不大，抛压也有限。这一点与中石油A股形成鲜明对比。如中石油A股的发行价为16.70元，上市首日的开盘价高达48.60元，涨幅高达191.00%。中签者获利丰厚，因此中石油A股上市后抛压沉重，自然也就踏上了慢慢熊途。

二是美国股市有做市商制度。如阿里巴巴指定巴克莱为其做市商，而巴克莱目前是纽约股票交易所最大的做市商和专业公司之一。加上阿里巴巴此次IPO的承销商是高盛、摩根大通、摩根士丹利、花旗集团、瑞士信贷和德银六大投行，几乎囊括几大金融巨头。因此，一旦阿里巴巴的股票出现非正常下跌，这些机构都会充当稳定器的作用。而A股市场没有做市商作用，也没有任何机构来维护中石油A股股价的稳定。所以中石油A股上市后只能随波逐流。

三是中石油A股股价下跌、其股票市值缩水，不会影响到其高管们的利益，与此相反，阿里巴巴的市值高与公司高管们的利益息息相关。因此，阿里巴巴的高管们会进行有效的市值管理。

四是中石油作为传统产业的典型，其发展已处于巅峰，未来的发展空间较为有限；相反，阿里巴巴作为新经济的典型，其未来还有很大的发展空间——如目前中国电商的渗透率约为10%，美国为40%。也正因如此，作为中国电商龙头企业的阿里巴巴，其未来的发展是值得期待的，这也决定了阿里巴巴的走势不会重复中石油A股的走势。

看好分红题材和大盘蓝筹

□大摩华鑫基金公司 缪东航

在市场对宏观经济下行和企业盈利恶化的担心和质疑中，今年7月以来，上证指数从2000点涨至2300点以上。由于市场利率水平继续下行以及市场对企业的盈利预期非常低，经历长期调整的高分红个股以及大盘蓝筹股开始受到投资者青睐。

首先，在无风险利率下行的背景下，A股走强概率在加大。我认为利率是影响股市的最核心因素，其根本性大大超过了国企改革和沪港通等因素。当前利率正处于快速下行通道，余额宝收益已从2013年巅峰时期的6.8%下降到目前的4.1%左右，利率走低意味企业再投资冲动上升，进而提升企业未来盈利。

更重要的是，当利率下行时，股票在大类资产配置中的相对吸引力将上升。2013年余额宝收益率在6%以上，不管散户还是机构，都倾向于将资金配置到余额宝这样相对低风险高收益资产中，但随着余额宝收益率下行，即便买股票的预期收益率没有上升，股票资产的相对吸引力却在上升。在现实生活中，中国人能够配置的常见资产无非房产、理财产品和股票等，现在很多地方房价还在下跌，而租房的收益率仅为3%左右，以余额宝为代表的理财产品的收益率下行，导致股票吸引力提升。

其次，经济下行将导致企业盈利恶化，股市上行空间还有多大？简单地理解，DDM模型的分子代表企业盈利，或者更确切地说是企业的盈利预期，DDM的分母是折现率，其他资产的收益率往下走，那么投资者要求的股票资产的收益率也将往下走，因此，DDM模型的折现率也是往下走的。

企业盈利和折现率的变动方向往往是一致的，体现在DDM模型中就是分子和分母同时变小，这时股票的价格是涨是跌，似乎是一个数学难题。证券投资是一门技术也是一门艺术，技术性体现在经常需要运用复杂的模型计算，艺术性体现在当模型无法精确计算时，需要投

□中证之声

集成电路 封测企业成赢家

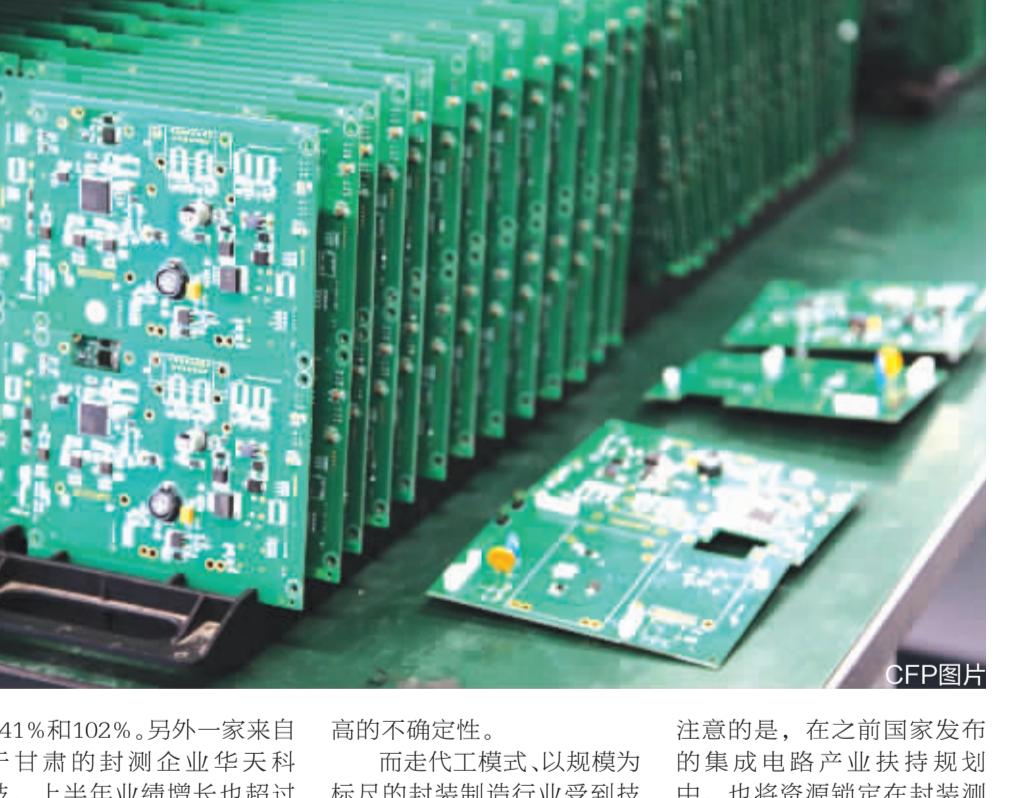
□本报记者 傅嘉

2014年对于集成电路行业是不平静的一年，近十几年来产业最大的扶持政策在今年正式出台，资本并购层面展示出前所未有的活力，但梳理行业公司业绩发现，企业盈利问题仍然有诸多结构性失衡，封装测试企业业绩领跑，而设计类企业要么表现平平，要么业绩下滑，一定程度上反映了当前集成电路行业存在的问题。

中报显示，A股13家集成电路企业中，共有6家业绩维持同比增长，其中太极实业、长电科技、通富微电三家企业净利润增幅同比均超过100%。北京君正、国民技术和上海贝岭三家公司业绩下滑幅度最大，分别为118%、48%和31%。

集成电路产业按照上下游可分为设计、设备、封装测试、制造几个领域，A股企业主要集中在设计和封装测试上。今年几乎所有设计类企业日子都不好过，几家业绩下滑甚至亏损的企业全部来自于设计类公司。表现最好的同方国芯年报业绩仅增长19%，在电子行业并不算出众，但已经是上半年集成电路设计类上市公司所能拿出的最好的成绩单。而其他几家设计类企业业绩全部下滑。

设计端业绩凄凉，而封装测试端却风景独好，不少企业今年甚至迎来业绩大反转。江苏的长电科技和通富微电是国内两家比较知名的封装测试类企业，今年中报业绩可圈可点，两家公司今年上半年实现净利润均接近5000万元，同比增长分别为



141%和102%。另外一家来自于甘肃的封测企业华天科技，上半年业绩增长也超过36%，次新股晶方科技净利润增幅为19%。

业内人士表示，由于产业链基础薄弱，国内集成电路产业的财务结构问题曾长期为业内诟病，多数企业的业绩来自政府补贴而非自身运营，而国内设计类企业面临的问题也是由来已久。众所周知，国内集成电路行业在顶端缺乏资源掌控，换言之缺乏具有核心竞争力的设计类企业，因此设计类企业长期处于夹缝中生存的状态，只能在某个产品下游景气度较高时取得较好的业绩。这样的弊病十分明显，那便是细分市场竞争激烈且保障力不足。

而走代工模式、以规模为标杆的封装制造业受到技术层面的冲击相对较小。分析人士表示，只要质量不存在问题产能有保证，不管是国内还是国外订单，此类厂商均可消化，且越是知名的上游厂商，进入其供应链后护城河越深。近几年来随着智能终端兴起，手机、平板、可穿戴设备乃至各行各业的电子化程度越来越高，这也使得集成电路需求大增。事实上，无论是国外还是国内的集成电路设计类企业，近几年因为产能问题均大为头疼，一个较稳定的封装产线，都是业内的香饽饽，这也是近几年封装企业业绩有保障的原因。值得关注的是，在之前国家发布的集成电路产业扶持规划中，也将资源锁定在封装测试以及制造环节。

之前在纳斯达克上市的展讯、锐迪科、澜起科技均已被紫光集团和浦东科投收购并从纳斯达克退市，分析人士表示，这几家公司后期有望登陆A股，这有可能打破目前的局面。这三家公司都是集成电路设计企业，前两家专注于通讯领域，澜起科技则以做机顶盒芯片见长。从企业竞争力和财务数据来看，这几家公司的实力均超过目前A股集成电路设计企业，他们的加盟有望打破目前A股集成电路设计企业军团实力孱弱的局面。