

蓝筹涨势趋缓 成长分化加剧

本周受两融风控加强影响,A股迎来大幅波动,单日涨幅和跌幅均创出多年新高;与此同时,创业板指连续上演新高秀。后期蓝筹股和成长股将如何演绎?面对市场变化投资者应如何调仓?本周财经圆桌邀请银河证券首席策略分析师孙建波、申银万国证券首席策略分析师王胜和长江证券宏观策略资深分析师张旭欣三位嘉宾,共同展开讨论。

蓝筹板块涨势趋缓

中国证券报:两融风控增强之后,市场将会发生什么改变?金融股、基建股等前期表现强势的板块将会如何演绎?

王胜:两融风控加强,而两融的主要标的为大盘蓝筹,加之蓝筹的估值相比于2014年10月底已有明显提升,强周期PE/申万重点公司PE已经达到历史平均数附近,基本完成估值修复,要有更多增量资金或经济超预期才能推动蓝筹估值继续修复到中枢水平。因此,前期强势的金融、基建股快速上涨阶段已过,进入高位宽幅震荡,但全年仍有机会。

先看金融股,一方面,降息降准等货币宽松预期仍在,未来修改证券法和商业银行法等金融改革推进,还有员工持股等国企改革方案提振,金融股不缺催化剂;另一方面,从估值来看,不管是横向比较、历史比较还是全球比较,金融股估值修复仍未结束,还有一定空间。值得警惕的是,前期部分金融股的暴涨已部分反映这些预期,因此投资者不可盲目追涨,在震荡市中寻找更好的低位建仓机会。而基建股主要受益于“一带一路”和“走出去”政策催化,实质业绩尚需时间体现,下次大涨需要丝路基金启动、大型项目中标或开工等政策催化剂落地。

张旭欣:两融事件的冲击是一个短时效事件冲击,对于市场趋势不构成大的影响。一方面,该项政策只是限制新开户,总体上对于融资余额影响有限。另一方面,两融风控增强主要是想避免上次降息后资金流入股市令融资成本不降反升的情况重现,结合两融事件和对委托贷款的加强监管,政策面希望给未来的货币政策打下好的基础。从这个角度说,两融风控的增强反而是一个利好信号。因此,前期强势的金融股和基建股不会陷入

大的调整,只是涨幅趋缓。首先必须确认的是,一季度流动性历来较好,而且这次还有政策宽松的配合,可以说现在宏观面的特征就是流动性好于基本面。其次在流动性主导时期,资金的配置考虑风险收益比,低估值的标的应该更加受益,因此“一带一路”这样的“低估值”也更应得到青睐。

孙建波:本轮行情在性质上是一次“估值回归”。可以从两个层面进行分析,第一个层面,上涨本身是合理的,上证50指数成分股的整体估值从7.5倍上上升到11.5倍;疯狂的一面是,资金推动得太快,尤其是杠杆交易发挥巨大的作用,而且形成很强的牛市预期。但估值回归是有限度的,估值回归之后市场仍将面对一个现实,那就是经济并没有进入“新繁荣”,而是仍处在改革和整顿过程当中。这是我们对于当前行情的基本认识。今后大盘股可能会逐渐回到一个相对平静的状态,前期强势的金融、基建股在估值回归到位后将在新的中枢演绎震荡行情。

成长股分化演绎

中国证券报:本周成长股趁机强势崛起,其中创业板经过连续攀升后连创历史新高,如何看待成长股?这种情况能否持续?

王胜:年初至今成长股表现优于价值股,尤以互联网金融表现居首。我们认为春节前“周期中场休息、成长继续唱戏”,唱戏的主要是业绩好、确定性高、估值低的优质成长,或称为白马成长。

成长股短期延续反弹的逻辑,一是两会前改革和转型预期增强,下半年“十三五”规划预期渐起,中长期来看中国梦的方向还是利好成长股;二是年报和一季报前的预告和业绩快报以及高送转,导致成长股分化,业绩好于预期的成长股会崛起;三是注册制、新股发行、监管收紧

等利空逐渐消化;四是大票估值修复到一定程度,进入大票的资金减少,导致大票滞涨,而成长股弹性更大,有补涨需求。资金从成长转移至大盘蓝筹需要巨大增量和合力才能推动,而大转小只要有20%的投资者认可就行,所以成长股必将活跃,持续性和幅度或超预期。短期抑制成长表现的唯一风险因素就是监管风险,我们认为对纯市值管理行为的监管反而有利于有业绩、踏踏实实的白马成长持续表现。

孙建波:成长股2015年的市场机会可能没有前两年那么多,大盘股波动相对较小,小盘股分化加剧。以创业板成长股为代表的的小盘股在2013年、2014年分别上涨82.73%、128.33%,创业板指数自低点585.44点上涨至1744点,目前市盈率65倍。成长股2015年将面临业绩上较高的不确定性,分化将大大加剧,真正有业绩、方向对的公司将继续上涨,但大部分成长股需要时间消化估值。建议关注新科技、国企改革和休闲服务业,尤其是下半年迪士尼开园之后休闲服务可能会有一个较好的发展。

张旭欣:成长股再创新高,但创业板实际上没有经过足够的调整。此前创业板牛市已延续两年,依靠产业资本逻辑的推进,涨势可谓摧枯拉朽。然而,有两点值得担忧:第一,两年牛市中业绩消化估值者少,类似海康威视这样估值充分消化的标的并不多,创业板估值目前仍高高在上。第二,产业资本是2013年以来成长股崛起的核心逻辑。但是产业资本对于股价的控制,多少有踩红线之嫌。最近两个月,证监会对于产业资本的监管越来越严,监管压力对于产业资本是一个巨大的未知数,也是危及成长股核心逻辑的因素。

调仓布局质优股

中国证券报:面对市场变化,投资者应该如何调仓换股?



银河证券首席策略分析师
孙建波

申银万国证券首席策略分析师
王胜

长江证券宏观策略资深分析师
张旭欣

主持人:本报记者 张怡

布局方向是什么?

张旭欣:从2015年的时间维度来看,一季度属于流动性宽松配合基本面改善的时期。经济增速在APEC会议停产后自然修复,经济政策又比较配合,无论是基建还是货币信贷都较为宽松,这个时候市场的热情和基本面的配合会继续推升市场。但从二季度开始,经济下行的压力逐渐加大,同时美联储加息预期对于国内利率和流动性也将不利,应当适当降低配置。

短期内,一是面对事件冲击不动摇,特别是全球流动性转向宽松时期,有一些正向的时间刺激。配置方向上仍然以低估值为主,如房地产、家电、汽车。目前周期领域房地产链条的复苏是最有基本面支撑的也是最可持续的。第二,面对创业板的上涨不动摇。业绩兑现、估值充分

消化的个股可以布局,但对于大多数成长股来说,光凭产业资本逻辑投资是危险的,特别是一些去年受到追捧的小市值标的,应该谨慎对待。

王胜:目前要继续降低强周期高BETA资产的配置,其中银行、地产可保留一些作为底仓,毕竟估值便宜、相对PE仍远低于历史中位数。近期对欧洲QE带来流动性的乐观情绪以及强周期行业的快速轮动给投资者很好的减仓机会,不要错过。总体来看,增加白马成长和部分互联网细分行业龙头的配置。年初至今表现最好的互联网金融这些传统企业互联网化和信息化的主题将蔓延,还可布局空间广阔的移动医疗、工业互联网、移动互联、车联网、农业信息化等题材。行业上除了TMT、军工这些弹性大的品种,也可以关注

估值便宜、可能补涨的医药,受益于国内外流动性宽松、金价反弹的黄金股。

孙建波:短期而言,市场已经进入新的估值常态区间,但新的估值中枢仍未确定,市场仍在不断寻找、试探。下一阶段,市场整体波动与震荡幅度将加大,机会上相对均衡,大小盘、各个板块短期内均有轮动的机会,建议不要轻举妄动,等待轮动,3月以前逐步兑现投资收益。

整体来看,2015年A股市场机会要少于前两年,机会可能更多的在A股之外。大盘股在震荡过后寻找到新平衡并逐渐归于平静,大部分小盘股需要时间来消化估值,机会可能出现在新科技、国企改革和休闲服务业或其他新的产业机会。长期可布局科技制造和中间制造,以及服务业;主题上看好新三板以及国企改革。

好公司好股票

□大摩华鑫基金研究管理部
袁斌

最近有两个事件对中国资本市场影响较大。一是1月9日证监会批准上证所开展股票期权交易试点,试点范围为上证50ETF期权,正式上市时间为2015年2月9日。市场预计后续个股期权也将在适当的时间推出。股票期权品种远比指数期货丰富且更多样化,它为投资者提供了价格发现和风险管理的功能。个股期权也是目前国内流动性过剩的蓄水池,有利于多空双方的博弈及投资者群体细分。

另一个事件是1月15日肖钢主席在2015年全国证券期货工作会议上指出“推进股票发行注册制改革,是2015年资本市场改革的头等大事,是涉及市场参与主体的一项‘牵牛鼻子’的系统工程,也是证监会推进监管转型的重要突破口。”市场预计股票发行注册制很有可能在2015年某个时点推出。

股票期权的推出有利于指数的稳定性。之前的A股是一个单边市场,所有的投资者只有通过个股或者指数的上涨才能获利。在牛市环境下,利空被忽略而利多被远远放大。股票价格一路疯涨到远远超过公司的内在价值,然后泡沫破灭价格暴跌。之前的2007年-2008年行情就把这一走势演绎得非常充分。单边做多市场的直接后果就是导致股市暴涨暴跌,整个市场波动非常大,伤

害了众多投资者也不利于资本市场的稳定和上市公司的正常经营。我们认为随着A股市场股指期货、股票期权的陆续推出,市场开始有了多空方的博弈。脱离基本面单一的做多或者做空等操纵市场行为都会受到对手盘的猛烈狙击,这种多维度会使得市场走向更加理性、更加成熟规范。

注册制以及个股期权的推出将使投资者更加注重公司质地。之前A股市场众多概念股拉股价被爆炒的主要原因就是上市标的以及壳资源稀缺性。随着越来越多的公司进入资本市场,可供投资的标的数量大为增加。我们认为未来整个A股市场的投资理念会发

生很大变化。过去市场更多是以中小散户为主,相对机构投资者来说专业知识有限,对公司质地的甄别能力较弱。如果A股市场变为一个更为成熟的投资性市场,对专业性要求会越来越高,普通股民很难做到这一点,这样投资者就会慢慢地集中化,最终变成以机构为主。欧美国家以及我们相对较为熟悉的港股市场,投资者主体就是这么演变过来的。

综上所述,我们认为随着A股市场发行制度的改变以及投资方式的增多,国内市场将越来越与国外成熟市场相似。“好公司、好股票”将成为未来投资者最主要的投资方式,2015年的A股市场或将迎来真正的价值投资新时期。

中证之声

输配电价改革正式落地

新一轮电改将重塑电力产业链

□本报记者 欧阳春香

发改委近日公布了深圳市输配电价改革试点首个监管周期电网输配电准许收入和输配电价,2015年-2017年深圳市电网输配电价水平分别为每千瓦时0.1435元、0.1433元和0.1428元。同时,新增内蒙古西部电网作为输配电价改革试点。

随着输配电价改革的正式落地及新一轮电改方案的即将出台,改革成为贯穿2015年电力行业的主题。电改对未来发电、输配电、用电产业格局将产生深远影响,在重塑电力产业链的同时也将使水电、大火电及新能源企业不同程度受益。

输配电价改革正式落地

新电价机制出台,意味着输配电价改革正式落地。此前,深圳于去年11月获批输配电价改革试点,市场普遍认为该政策出台意味着电改有望获得实质性推动。

而此次发改委批复的深圳输配电价均价分别为每千瓦时0.1435元、0.1433元和0.1428元,呈逐年小幅下降的趋势,并且比2014年的每千瓦时0.1558元下降1分多。发改委同时要求广东、省发展改革委根据2015年输配电价水平降低情况相应下调深圳市销售电价,使得电力用户能够享受电改带来的实惠。

此次深圳推行的改革试点,从输配电环节入手,将过去电网企业赚取购售电价差的盈利模



新华社图片

式,改为由政府核定成本后收取固定通道费,改变了电网企业的盈利模式。形成合理的输配电价是改变电网盈利模式、建立电力市场的基础。输配电环节成本公开透明后,有利于大用户与发电厂直接议价,从而推动发电价格市场化。

而且,此次发改委将新增内蒙古西部电网作为输配电价改革试点。电力体制改革的节奏,将以边试点边扩容的方式进行。随着深圳试点的深化和深化,更多地区有望被纳入到试点范围当中,电改亦有望随着试点的扩容在更大范围内铺开。

东莞证券分析师姚志认为,预计电力较为富余的地区和省份有望优先获得试点资格,上网电价较低的发电企业未来亦有机会通过市场化定价适当提高上网电价。

随着输配电价改革落地,水电企业、大型火电公司及区域性小型电网企业等三类公司有望受益。同时,新能源发电企业也将受益于输配电价改革。电网的收益规范后,将消除电网针对上网电价较高的新能源发电企业的价格歧视,有利于新能源电量上网,从而提高这部分企业的盈利。

电改促多主体受益

在输配电价改革实质推进的同时,市场期盼已久的新一轮电改方案去年12月底已经国务院常务会议原则通过。“放两头、管中间”已成市场共识,改变电网的盈利模式,放开发电及售电侧,形成多买多卖的竞争格局是此轮电改的核心内容。

分析认为,这将极大改变电力产业链原有利益格局,水电、大中型火电及点布局占优的火电机

组、地方小电网将长期获益。

售电侧放开有望成为本轮改革的重大红利,随着大用户直购电深度展开、电力交易中心陆续建立完善,具备成本优势的区域性发电龙头、充分了解大工业客户用电需求的节能服务类企业以及深耕电力信息化领域的民营企业都有望在未来切入售电领域,享受改革红利带来的巨大成长空间。

国泰君安分析师认为,未来电力产业链将出现的趋势包括:售电公司或部门成为发电企业标配、地方发电企业成为地方售电业务最有力竞争者、大量具有人脉优势的售电公司出现、大量小型火电机组逐步退出发电市场、优质电力大用户话语权极大提高并明显降低用电成本等。

银河证券分析师认为,此轮电改的投资机会既来自市场化属性大幅提升的售电侧,也来自成本优势显现的发电侧。在售电侧,售电端充分市场化,参与主体增加,发电公司、电力设备公司均存在产业链延伸的能力和可能。同时,在售电端变革中,分布式能源接入与节能服务(分布式光伏、电动车充电设施等)的商业模式创新将孕育出显著的投资机会。

而在发电侧,竞价上网是发电侧的最大变化,企业的边际成本优势将充分显现。能源基地的火电项目具有低燃料成本的天赋优势,一旦经特高压电网外送至高电价服务区(京津冀、华东、华南等),竞价优势将显现。

券商点金指

“一带一路”的PPP金融创新



□许维鸿

刚开始的2015年,不仅是中国“十二五”规划收官之年,也是全面深化改革、推进依法治国的开局之年。在2014年各项工作的基础上,各级政府落实PPP(混合所有制)、吸引民间资本,投资于“一带一路”、国企改革等战略方向,是2015年资本市场最期待的改革红利。其中,财政部门的改革备受期待。

1月19日,财政部公布《PPP项目合同指南》,规范政府和社会资本合作合同管理工作,力求通过合同正确表达意愿、合理分配风险、妥善履行义务、有效主张权利,是政府和社会资本长期友好合作的重要基础,也是PPP项目顺利实施的重要保障。

这一系列财政主导的市场化改革方向,对于建立各级政府的信用约束机制,无疑是非常重要的。但由于过去十几年,各级政府对经济的实际影响力在不断加强,“一带一路”所涉及的省份往往比起东南沿海地区经济欠发达,企业在与地方政府的博弈中,处于绝对劣势,合法利益往往很难得到充分保障。

另一方面,中央财政对于地方政府融资平台的规范,极大地压缩了地方政府的融资能力,限制了地方对于公共服务领域、环境保护项目和开发性金融的投资。在很多地方政府看来,中央倡导的PPP模式本质是一种融资模式,这当然是不对的。

以西北地区的荒漠化治理为例,华北平原日益加重的雾霾威胁,让很多项目都变得愈发迫切。治霾新技术的应用需要中央和地方密切配合,投入大量资金的同时,引入私营企业家管理,以利行PPP市场化机制提升资金使用效率,降低环境治理综合成本,实质是实现中央、地方和企业的三赢。

比起地方政府对PPP认识的不成熟,“一带一路”上更缺乏的是成熟的PPP承做企业。参考国际上市场经济更发达国家的范例,经过近一个世纪发展,政府委托的混合所有制项目招投标,已经是一个相对成熟的市场,承做企业和资本市场相得益彰——财政资金通过资本市场补贴环保公益项目,达到对项目增信的目的,以便于地方政府PPP项目进行特许经营权的融资安排和法律服务。而在国内,无论是资本市场,还是项目承做企业,都处于对PPP摸着石头过河的阶段,特许经营权的金融市场评估也还没有体系。

因此,推进“一带一路”的PPP公益环保项目等混合所有制创新,不仅要考虑中国延续多年的中央和地方财政、税收、利益和协调问题,还需要充分考虑西北地区各级地方政府治理现代化不足的现状,考虑到项目承揽的私有企业经验不足、与政府议价能力不足的问题。如何通过资本市场,进行混合所有制的架构和金融创新,提高转移支付效率,把PPP项目成果做实,才是综合解决政府、市场和资金矛盾的最佳途径。

通过搭建多方参与、市场化运作的混合所有制基金管理公司,将过去分散使用的财政资金进行归拢为一只只的PPP项目基金,并与地方政府和承做企业分别签订资金划拨合同,将补贴资金划拨职能从政府体系中分离出来,进而减少转移支付的“跑冒滴漏”,应该是现阶段破题“一带一路”PPP项目效率的可行之路。

以治理雾霾公益环保项目为例,以往各级政府的补贴由多个部门负责发放,不仅包括中央和地方的财政厅,还包括中央和地方的发改委、林业部门、农业部门、民政部门等。本来财政下决心拿出一大块资金对某一个环境领域进行治理,分到诸多部门的资金规模却又独立做不成大事,且转移支付的使用效率大打折扣。

因此,将环境保护补贴发放职能从政府体系剥离出来,交由专业的PPP基金管理公司管理,当然,这个政府PPP基金管理公司最好是混合所有制的,项目所在地地方政府的参与是必不可少的——例如,内蒙古的PPP基金管理公司必须有代表自治区政府利益的股东。但是,为了形成现代企业制度的制衡机制,股份结构绝对不能一股独大,必须引入民营股东和中央公有制的股东,以制衡地方政府。

股东结构设计过程中,核心央企的金融资本引入,由于其具有公有制和市场化运作双重属性,对地方PPP基金管理公司设立往往事半功倍。毕竟地方PPP基金管理公司只要公有制股东超过51%、代表地方利益的股东超过51%,就可以保证公司运作符合改革战略意图。进而,PPP基金管理公司、地方政府、项目承办私有企业,就形成了一个三角形的法律框架体系,围绕PPP项目的特许经营权进行谈判、招投标、签订合同、监督实施等一系列工作。

改革初期,最佳的机制创新应该是各级财政、通过对资金闸口的严格分类管理,选择具有示范意义的、可复制的环保公益项目,通过在银行设立专项资金托管账户,进行转移支付的类基金管理模式,让PPP项目的招投标和执行监管规范起来。对于资本市场而言,也只有形成清晰高效的PPP投融资模式,对上市公司标的的价值评估才是公平和可信的。