财经圆桌

“中小创”恒强 “政策股”蓄势

政策利好兑现，A股却未出现预期的强势格局，主板弱势震荡而“中小创”频创新高。市场是步入弱势还是蓄势待发？“中小创”强势格局能否延续？本周财经圆桌邀请银河证券首席策略分析师孙建波、申万宏源证券高级策略分析师谢伟玉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。

利好兑现 风险加大

中国证券报：近期A股整体表现相对平淡，原因何在？市场是否正在蓄势待发？

孙建波：大盘平淡，主要是由于降息已在预期内。一方面货币政策走向宽松是不争事实，市场普遍预期2015年将有多次降息或降准，预期内降息很难产生额外刺激。同时，降息本身具有双重属性：第一是确认经济低迷；第二是经济转型的需要。转型的方向是科技和消费行业，不是传统的重资本行业，因此现在更强调居民消费而不是储蓄，降息就是促成这一调整的手段之一。从产业角度看，今后会更加注重消费性行业。

张旭欣：市场平淡在于乐观预期证伪。本轮市场上行发端于2014年7月，当时房地产销量增速见底。因房地产销量企稳而引发市场乐观预期，叠加资金利率下行，构成周期蓝筹的一波小牛。但是市场没有注意到，在房地产销量增速持续改善的同时，经济不断下行，以至央行两次降息、一次降准。由于人口结构的显著变化，房地产周期对于经济的拉动越来越弱。我们预计本轮房地产销量增速反弹将于今年年中结束。而库存去化要持续到三季度，这意味着库存去化将抑制经济增长。总的来说，降息反证的经济恶化，没有包含在市场预期中，这需要市场估值下移来兑现。

其次，从流动性的角度来看，政策已经发生显著转向。首次降息导致资金大规模流入股市。而从降准开始，政策已经在资金的流向上做出对冲，无论是融资业务的杠杆治理，还是增加IPO规模，都表明政策面希望引导资金面进入到实体经济，而不是用于炒作存量资产。所以从流动性上来看，对市场并不十分有利。我们认为，市场可能已经进入阶段性调整。

谢伟玉：降息后市场冲高回落，根本原因在于相比上次降息，这次降息预期差更小，对基本面的预期更低，而且估值更贵，流动性相对较弱，因而对股市的提振也减弱。短期大盘可能仍有下行风险。一方面，改革预期或降温，获利回吐导致抛压增大；另一方面，注册制预期升温，壳资源和炒作型成长股或面临估值中枢下移风险，而新股申购也带来一定冲击，特别是在存量博弈格局中。此外，经济下滑或拖累业绩低于预期；美元升值、人民币贬值，导致资金外逃，而且由于获利了结和避税等因素，3月下旬美股可能也出现回调，对A股有负面映射；刚性兑付暴露和房地产风险，一旦刚兑暴露，则回调幅度可能更大。

“中小创”短期机遇大于风险

中国证券报：如何看待“中小创”频创新高？后市是机遇多还是风险多？

孙建波：与大盘震荡走势不同，创业板指数和中小板指数表现强势，尤其创业板指数一路势如破竹。中国经济的希望在于经济转型，而创业板承载了转型的希望。创业板一定会不断突破新高，只是需要一点时间来消化估值。目前创业板指虽然估值高企，但我们必须清楚，对于成长性企业来说，趋势比估值更重要。历史告诉我们，当一个成长性公司的估值下来了，也就意味着成长期结束了。但高估值也需要在业绩上不断兑现。因此，“两会”之后，我们要重点关注年报和季报，考察其成长性是否经得起检验。长期看，在经济转型期，大盘股只有估值回归的机会，真正持久的大牛股，必须从成长股中挖掘。

谢伟玉：短期内，大盘蓝筹受制于经济基本面的疲弱与监管层对股市加杠杆的审慎，难有起色，正所谓“周期搭台，成长唱戏”。从战术角度看，前期增量资金进入使得本轮存量博弈资金总量远远大于2014年上半年，而这部分加杠杆、有成本的资金需要不断寻找新机会。只要没有过大的系统性风险，在Beta缺乏弹性的情况下，Alpha类资产的活跃度与持续性或将超预期。随着未来亏损的互联网公司回归A股，国内互联网相关公司跟随成为热点的概率很大，更大的投资机会来自于传统企业拥抱互联网。从战略角度看，在转型期的大背景下成长股的溢价将长期存在，务必清醒地认识到，世界终将属于乐观者。

张旭欣：我们认为创业板和中小板的风险在远期，目前来看仍可关注。目前A股市场流动性不足，经济基本面无法支撑周期蓝筹股，市场维持存量博弈逻辑。

存量博弈中，不要求基本面的绝对向上，而只要在各个行业中具有相对优势，就足以形成配置方向甚至形成绝对收益。从这个角度来看，对于创业板潜在威胁最大的就是消费类行业。如果消费类行业出现基本面边际改善，那么创业板就不再是市场配置的最优选择。

但消费类的基本面仍然受到通缩影响，同时库存去化还没有终结。我们预计消费类行业的基本面要到三季度才开始出现基本面的真正扭转。同时，注册制可能要正式实施，创业板的壳价值可能会受损。在此之前，创业板都难以受到有效的挑战。

“政策+成长”双线布局

中国证券报：市场风格是否仍然偏向中小盘股？哪些板块值得布局？

张旭欣：我们认为市场风格仍然会偏向中小盘股。建议关注：一是新能源汽车产业链：环保的关注度越来越高，上游产能不足，下游模式创新，整车出货增速高，原油下行压力缓解，整体改善；二是冬奥概念：2015年进入冬奥申办关键年，年中就将公布结果，“北京-张家口”的对手是阿拉木图，中国赢面较大，受益领域包括相关物业、雪场运营、商务合作；三是互联网行业：前期热点，尚有空间，越新越好。

谢伟玉：今年年初，市场风格就已转向中小盘股，但不能光以市值大小来衡量市场风格，而应从是否创造超额收益作为基准。短期，我们认为大盘整体会有回调，不过中长期我们依然坚定看多。值得布局的板块有：一是医药，特别是基因测序和干细胞，均受益于近期无创唐筛临床试点和干细胞转化政策；二是硬业绩、软估值，传统行业拥抱互联网、云计算、大数据等新技术新领域，打开估值上行空间，享受转型初期的成长与并购溢价。除了典型的TMT领域（目前估值可能较高），更多机会还存在于医疗、轻工、食品、建筑、地产、钢铁等传统行业向互联网拓展，重点关注金融IT、农业信息化、消费信息化、工业信息化等几个大方向；第三，做周期品也可以有颗Alpha心，可以关注受益于供需结构改善、成本下降、盈利弹性较大的细分品种，比如化工中的PTA与有色中的稀土；第二，两会前后政策催化密集出台，国企改革、长江经济带甚至部分行业的“十三五”规划等政策驱动型主题值得关注。

孙建波：在这样一个经济转型期，大盘股估值回归后区间震荡、成长型中小盘股屡创新高将是常态。布局上，主要推荐成长主线及政策主线。成长主线看未来、看想象力；政策主线看改革、看落实。

成长主线主要看新科技推动下的经济社会变迁。人类社会将在三大科技趋势下实现新的飞跃：以特斯拉为代表的电动智能汽车、以3D打印和机器人为代表的生产智能化、以移动互联应用为典型的生活智能化，正在开启一个全新时代。当前来看，最热门的成长概念非移动互联莫属，主要指移动互联网产业对传统产业的改造，包括互联网金融、互联网医疗、互联网农业、车联网等。

同时，我们更加看重新成长对传统产业的改造带来的巨大机会。新兴科技发展的魅力在于对传统产业的改造，赋予传统产业全新的内涵。高科技在改造“老”产业中潜力巨大，包括纺织业、林业、银行业、零售业和医疗保健。近期，互联网金融、互联网医疗，都说明了这一基本道理。

政策主线主要推荐国企改革、一路一带、环保、军工等相关股票。2015年政府工作报告强调走出去战略，这些热点都势必是持久的政策热点。此外，不能忽略新三板概念和体育产业。资本市场建设和全民休闲，则意味着新三板相关主题也是2015年的重要热点。

市场瞭望

创业板 业绩难以支撑股价

□皮海洲

进入2015年，虽然上证指数一直处于盘整状态，创业板、中小板却是大幅上扬。其中，创业板截至3月5日已大幅上涨543点，涨幅接近40%，且创业板指也于3月4日首次站上2000点，再次创出历史新高。

创业板何以能够频创新高？创业板上市公司的业绩增长被认为是推动创业板行情上行的重要因素。根据深交所要求，截至2月28日，创业板全部421家公司通过业绩快报、年度报告、上市公告书等形式披露了2014年度主要财务数据。统计数据显示，2014年度创业板421家公司合计实现营业收入3,431.46亿元，平均每家公司为8.15亿元，较上年同期增长27.03%；合计实现净利润393.53亿元，平均每家公司为0.93亿元，较上年同期增长22.71%。营业收入和净利润增长速度为近三年最高。另外，2014年创业板上市公司净利润增长率近三年来首次接近营业收入增长率，实现了利润和收入的同步增长。

在当前宏观经济并不景气的情况下，创业板公司的营业收入与净利润能取得20%以上的增长，这一成绩确实值得称道。但尽管如此，创业板公司的业绩不足以支撑创业板公司股价也是不争的事实。因为从去年的低位算起，创业板指数从1210点上涨到了3月5日的2014.79点，其整体涨幅超过66%，这一涨幅远远超过创业板公司业绩增长。

不仅如此，从创业板公司的平均市盈率等指标来看，创业板公司的股价明显充满泡沫。根据深交所发布的数据，截至3月4日，创业板公司的平均市盈率达到82.13倍。这一数据不仅远远高于沪市上市公司平均16.42倍的市盈率，而且还远远高于深市主板27.40倍的市盈率，同样高于中小板50.17倍的市盈率。而截至上周四，纳斯达克综合指数的市盈率也只有26倍。创业板公司股价充满泡沫是显而易见的。

不仅如此，从市净率来看，创业板也同样“高得离谱”，目前为6.08倍，而全部A股的市净率为2.23倍，中小板为4.1倍，上证A股为1.86倍。创业板的市销率也非常之高，达到9.4倍，远超全部A股1.59倍的市销率水平。同期主板和中小板的市销率分别为1.33倍和3.22倍，即创业板的市销率是主板的7倍。

因此，创业板公司业绩增长不足以对其股价构成支撑是很明显的。这不仅仅只是创业板公司股价的增长远远超过了业绩增长，即便是一些业绩高增长公司，其所谓的高增长是建立在其之前的业绩下降或者微利基础上的。如东方财富，2014年业绩同比增长超过32倍。但其2013年业绩每股收益只有0.0041元，2014年的32倍增长每股收益也只有0.137元。这显然不足以支撑其每股40元以上的股价。因为按此计算，东方财富的市盈率已超过300倍。

那么，为什么在上市公司业绩不足以支撑股价的情况下，创业板公司股价还是一再被炒高呢？原因在于只要有炒作题材存在，市场就会对其大加炒作。而创业板公司最不缺少的就是炒作题材。一方面是宏观经济的结构调整，赋予了创业板公司以大量的炒作题材。如在421家公司中，有305家公司属于战略性新兴产业公司，这些公司是有行业政策支持的。另一方面是创业板公司自己制造题材，如资产收购与重组、高送转等。由于创业板公司股本规模不大，因此，这些拥有题材的创业板公司很容易受到市场炒作。

但这种题材炒作带给投资者的风险是巨大的。虽然有产业政策的支持，但如果不能转化为上市公司业绩的增加，那么这种炒作是难以持久的。而就并购重组来说，虽然有利于公司做大做强，但其中同样存在诸多问题，比如重组是否会被叫停，收购的资产是否是优质资产，收购价格是否太高因而透支业绩增长，收购资产的业绩是否有保障等等，甚至不排除有的公司所收购进来的资产最终成为公司发展的包袱。至于高送转题材，目前已演变成赤裸裸的利益输送，不少上市公司都是以高送转来为大股东高价套现保驾护航。

因此，对投资者来说，务必要意识到目前创业板股票炒作所潜在的巨大风险。

主题投资机会多

□大摩华鑫基金公司

央行日前决定自3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，一年期存、贷款基准利率同步下调0.25个百分点，并进一步推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍。这是时隔三个多月央行再次降息。

通缩压力、实际利率水平上行及经济增速下行压力加剧，是降息的几个重要原因。随着经济增速的回落和国际大宗商品价格的大幅下降，我国消费物价涨幅显著回落，PPI的降幅呈现扩大的趋势，虽未形成真正的通缩，但压力已经在显现。

与之对应的是，社会融资成本仍处于较高的水平，在首次降息后下滑并不明显，从而造成实际利率水平上升。另外，从最新公布的2月份PMI看，49.9的水平虽好于预期，但并不代表经济下行压力缓解，趋势性的下行压力仍在。

从节奏上看，央行选择春节后再次降息属于正常的范围，同时进一步确立了货币政策宽松的格局。

央行二度降息对市场影响几何？回顾2014年4季度，央行降息成为市场的催化剂，投资者热情极度高涨，场外资金疯狂进场，以金融股为首的大盘蓝筹加速上扬，上证综指涨幅逾30%。而此次降息对市场的刺激效果弱于上次。主要是首次降息前，市场在经历了400点的上涨后投资者开始出现分歧，大量资金仍游离场外，降息消息一发，分歧顿消，资金蜂拥入场。而当前两市日成交额处于较高水平，存量资金已然庞大，后续资金对市场的推动力度弱于去年4季度。

进入2015年以来，大盘蓝筹股已经历两个多月的调整，即便去年四季度快速上扬的格局难以再现，降息仍然有望刺激市场提升活跃度，并成为大盘蓝筹重新上行的契机。长期而言，央行仍有较大的降息空间，随着社会融资成本的降低，实体经济的压力将有所缓解，上市公司业绩将逐步改善，因此，市场有望维持长期向好的格局。

目前正值上市公司业绩发布期，在两市已发布业绩预告的1800余家公司中，2014年净利润增幅为正的公司数量超过六成，其中有400多家上市公司净利润同比增幅超过100%。从结果来看，2014年上市公司的整体业绩表现良好，而新兴产业的业绩弹性较大，业绩超预期的个股在政策和市场乐观情绪的带动下走出新一轮行情的概率较大。

总之，降息周期将支持股指中长期行情，两会将促使政策预期升温。由于2015年我国经济处于改革和转型的关键之年，而股市对改革、转型、创新政策驱动的行情已经接受并强化。市场机会仍将以主题投资为主，关注互联网、环保、军工、体育、新能源和农业等行业机会。

中证之声

水治理将成环保年度行情新引擎

□本报记者 郭力方

春节过后，A股环保板块便迎来“开门红”。截至3月5日，Wind数据统计的环保概念指数过去5个交易日涨幅达10.5%，而年初至今累计涨幅更是高达近30%。

市场分析人士指出，此轮环保板块行情催化剂来源于一系列政策利好的发酵，新环保法1月1日起开始正式实施，PPP模式广为推行，环保税开征蓄势待发。

2014年环保行业经历短暂调整，新年将“换挡提速”，特别是投资总规模达2万亿元的水污染治理更是被寄予厚望，不少上市公司加紧切入这一领域。

新华社图片

产业化机制有望理顺

数据显示，2015年国内环保行业产值将达4.5万亿元，且近几年年均增速为15%。尽管如此，环保之于中国仍只是一个行业而非产业。由于传统体制限制，这个行业并未理顺真正意义上的市场关系。

尽管近年来在政策强力推动下，国际通行的“谁污染，谁治理”原则有所进展，但对于污染大户来说，污染成本非内部化这一点始终难以催生其治污的主动意愿，因而也难以形成完全意义上的市场供需双方，环保行业产业化发展始终缺乏内生动力。

值得注意的是，近期的一系列政策动向表明，上述现象有望得到改观。据了解，旨在明确治污主体的《环境污染第三方治理指导意见》目前正在紧锣密鼓的制定中。这意味着未来的污染治理，除了政府和污染企业之外，有着治污技术和项目运营经验的第三方平台将名正言顺地参与其中，成为推进产业化进程的核心力量。

此外，曾经一度让业界诟病的污染大户“守法成本高，违法成本低”局面将有望彻底改观。一方面，新《环保法》明确污染处罚“按日计罚、上不封顶”；另一方面，环境税有望于今年加速推出。这两者意味着未来企业的污染成本在不断高企的同时，这一成本还将直接转化为企业经营的内部成本。未来，污染大户会像处心积虑地降低原材料成本那样，最大程度降低其单位产品的环境成本。

更值得一提的是，一直受困于融资难问题的地方政府及环保企业，有望通过国家正在公共基础设施建设领域推广的PPP模式引来融资“活水”。社会资本欲以PPP模式参与政府“治水”项目，重要门槛是自身须具备技术和资本双重优势。目前已在污水处理领域耕耘多年、具备资金和平台双重优势的上市公司，无疑将率先受益。

业内人士认为，当行业发展的各种生产关系相继理顺之后，环保将真正进入产业化发展阶段，种种迹象表明，实现这一蜕变的时间节点便是2015年。

水治理将成主引擎

大气污染治理如今进入“深水区”，而钢铁、水泥和有色等众多“两高”行业碍于企业经营困境，环保改造一直推进困难。相对来说，水污染治理有望在今年异军突起。作为国家级的一项重磅政策，“水十条”的出台，将成环保行业整体成长的最强劲动力。

业内人士认为，“水十条”对于行业发展的最大意义在于其所框定的未来水污染治理的投资需求上，这直接关系到企业能分到多大的“蛋糕”。据测算，“水十条”各项措施落实到位的投资需求将达2万亿元。而这些投资将涉及新建污水处理设施、既有污水处理厂提标改造、管网建设及村镇污水处理四大块，具体所涉及的投资需求包括：新建污水处理设施投资规模为3500亿元，既有污水处理厂提标改造投资3000亿元，管网建设至少需要投入5000亿元，村镇污水处理设施建设需投2000亿元到4000亿元。另外，越来越受政策方重视的污泥安全无害化处置，预计投资规模将达500亿元-600亿元。

事实上，近来有不少上市公司已开始加码“涉水”。3月3日，两家环保公司均公告加码环保业务。其中万邦达将联合国内PE巨头九鼎共设20亿环保并购基金，其主投领域便是工业及市政污水处理，而燃控科技则斥巨资收购股权，将公司业务从烟气治理延伸至水处理业务。一天后，永清环保也宣布公司预中标湖南邵阳2亿元河段治理工程项目，继续扩大公司在流域环境综合治理领域的市场优势。

业内人士指出，水处理市场空间将被激活，优势公司将通过外延式并购扩张增厚公司业绩，这类公司新年度也有望实现估值再提升。