

财富圆桌

# 创业板仍处反弹窗口 攻守兼备坚守龙头

□本报记者 张怡

本周创业板表现活跃,市场热点转换明显。券商人士认为,创业板短线仍处反弹窗口,但牛熊趋势不明。并购重组的推进能改善市场情绪,促进资产优胜劣汰。短线攻守兼备,需要坚守各个领域的优质龙头。

## 创业板牛熊拐点不明

中国证券报:政策面、基本面和资金面是否支撑创业板行情演绎?

傅静涛:创业板年初以来持续调整,乐观预期出清相对充分,市场特征(这与估值尚未到位是两个维度的观察)总体处于高性价比区域,所以存在超跌反弹的客观基础。但当前市场的分歧并非创业板超跌反弹的基础,而是基本面和资金面的变化,到底能支撑创业板出现何种级别的反弹。我们的判断是创业板当前的反弹仍无法突破小级别的反弹的范畴。

基本面方面,我们强调三方面问题:其一,2017年是创业板外生业绩的高点,2018年-2020年并购重组业绩承诺对创业板总体业绩的支撑持续下行。另外,创业板商誉减值压力将与并购重组业绩承诺到期的规模正相关。以此为出发点,创业板商誉减值压力将在2017年和2018年连续两年向上,所以创业板内生业绩保持稳定(这的确超出了一部分投资者预期,但却能解释短期创业板上行的原因),但总体业绩以年为单位仍很难看到上行趋势。其二,如果严守基本面和估值匹配,创业板选股仍非常困难。我们以2017年二季度业绩增速好于一季度、一季度好于2016年报,且未来一年无限售股解禁压力,无并购重组压力的方向为标准,只能选出10个左右的创业板标的,这意味着在创业板当中寻找确定性标的相对较为困难。其三,现阶段为创业板表现最好的市值区间,却并非业绩最好的市值区间。从二季报预告情况看,创业板50-100亿元市值区间的基本面趋势最优,而100-300亿元次之,但现阶段表现相对强势的300亿元以上标的,基本面趋势相对较弱。所以近期创业板行情的基本面支撑可能并不充分。

资金层面,6月下旬以来,A股市场趋势交易型资金活跃,前期白马龙头上台阶、周期强势都与此相关。但需要提示的是,临近三季度末时间窗口,市场上普遍对于四季度相对谨慎的看法可能开始逐步反映在价格当中,造成三季度末市场博弈提前加剧。我们认为趋势资金长时间保持高活跃度是小概率事件,这也会一定程度上影响创业板行情的持续性。

魏颖捷:近期是今年以来难得的盈利窗口,从社融数据和土地购置面积来看,需求端仍将保持稳定。随着过去几年供给改革和市场化出清,传统行业的盈利水平也处于5年来最佳。宏观微观环境均呈现稳健向好格局。年初以来,再融资细则落地以及大小非减持新规对于中小盘股的阶段性冲击基本消化,而对于创业板指数负面拖累较大的乐视仍处于停牌状态,短期创业板的反弹属于悲观预期阶段性集中出清后的反弹,更多属于情绪修复,基本面逻辑并不清晰。在壳价值下降、外延式并购趋严的背景下,创业板牛熊拐点仍

不清晰,但这并不影响短期反弹,技术上的超跌加上市场风险偏好的修复,都会在创业板中形成不错的结构性机会。

王德伦:创业板处于大分化时代。从基本面和资金面来看,市场整体的流动性环境仍维持平稳,经济基本面和企业盈利也未出现超预期变化。创业板的上扬主要受益于市场处于存量博弈格局,周期和消费板块有所调整。从估值角度来看,创业板指数最新估值40倍,创业板综合指数最新估值50倍,仍处于较高位。成长股需要关注真成长,趋势性机会短期仍较难出现。创业板有部分股票标的可能走出独立行情机会,可关注两方面:其一,聚焦部分估值与盈利增速相匹配的真成长个股;其二,长期基本面见底,逐步转好的相关标的。

## 并购重组改善市场情绪

中国证券报:证监会认为,并购重组已成为资本市场支持实体经济发展的重要方式,这会给A股演绎带来什么样的影响?

傅静涛:在我们看来,证监会重视并购重组并非新的变化,强调并购重组是资本市场支持实体经济的重要方式,只是再次确认了并购重组新增规模回升至2016年平均水平的趋势。6月初,管理层为应对创业板股权质押风险,并提升金融支持实体经济效果,已对市场化并购重组进行了放开。6月和7月连续两个月的并购重组案件数都已回到了2016年水平。此次证监会将进一步背书并购重组,对于这种变化的持续性有了一定的加持作用,但并购重组数量进一步上升空间有限,因为未来回到甚至超过2015年高点水平的概率并不大。另外,在并购重组数量未来延续2016年水平的情况下,创业板外生业绩趋势并不会发生明显变化。所以政策催化对于稳定市场情绪的确有积极意义,但对于市场预期实质上的边际改善相对有限。

魏颖捷:并购重组是上市公司实现产业升级和产业链延伸的重要方式,排除估值套利的并购模式,并购重组对于传统行业的上市公司而言,可以提升集中度和ROE(净资产收益率),对于新兴产业而言,可以通过产业链衍生起到协同效应,提升附加值。在经济增长中枢下移的背景下,基本面驱动的逻辑会由过去的周期驱动逐步转向上市公司的ROE驱动,微观盈利的改善和可持续增长会比以往更为重要。投资机会而言,存量的结构性机会将增加,个股与指数相关系数会下降,2013年创业板牛市的一大催化剂就是跨界并购爆发,未来传统行业的并购重组会对传统行业的估值形成支撑,传统的估值和思维模式可能会出现改变,同一个行业中不同体量上市公司的估值会出现较大分化,同一板块内上市公司同涨同跌情况会慢慢减少。

王德伦:现阶段,并购重组仍是严格审查打击“忽悠式重组”、“跟风式重组”,提高标



主持人:本报记者 张怡

准、从严把关,但服务供给侧改革、促进技术升级、助推国企改革、服务国家扶贫战略、服务“一带一路”倡议等五个方面的并购重组仍是监管层积极鼓励的。我们认为,真正为了产业链发展做做强的、产业链整合资源更有效率的企业和公司并购重组可能将受益,促使A股整体回归基本面,注重业绩。

## 攻守兼备坚守龙头

中国证券报:当前投资者情绪有所回暖,该持怎样的投资思路?又该布局哪些品种?

魏颖捷:政策真空期和微观宏观环境偏暖都有利于结构性行情演绎。周期股内部的分化以及本周互联网产业链的上涨都显示,大盘和小盘风格划分会淡化。策略上,仍可以适当加大投机型仓位配置,周期股虽然涨幅较大,但结构会分化,诸如螺纹钢期货仍是贴水状态,在市场一致乐观预期形成前,股价见顶可能晚于预期,诸如小金属、焦炭等非主力品种仍有博弈价值。对于创业板而言,随着年初政策收紧后的泥沙俱下,即使指数拐点未至,但越来越多个股出现配置价值,仍可抓住新兴产业中的新能源汽车、高端制造、专用软件等细分行业,从左侧布局角度进行配置。

傅静涛:市场情绪有所回暖,但市场总体处于低性价比的判断未变。三季度市场总体维持震荡格局的概率较高,过度提升风险偏好存在风险。配置上,建议回归确定性,2017年无偏见的龙头股投资(消费、金融、周期和成

长都在其中)能够实现积极防御。趋势和主线在2017年的A股市场当中并不稀缺,龙头股投资就是主线。实际上,在弱市当中,龙头股的防御价值自有之;但2017年和以往最大的不同是,龙头股在强势市场中仍能获得相对收益,确定性溢价使得阶段性的“攻守兼备”成为可能。市场顺势休整,回归无偏见龙头股投资正当其时,推荐:消费龙头(白酒依然最优,医药阶段性关注) + 低估值龙头(保险、银行和建筑) + 真正受益于供给侧改革的周期龙头(继续强调电解铝和钢铁的国企龙头在回调后的配置价值) + 少数估值到位的成长龙头(中小创处于贡献相对收益的小周期,新能源汽车和苹果产业链仍是相对稀缺的景气方向)。另外,国家战略主题依然值得高度关注:如雄安概念、军民融合、国企改革和“一带一路”等。

王德伦:投资者要关注金融龙头与中国核心资产,包括金融(银行、保险、券商)龙头公司、具备全球竞争力的制造类公司、国内市占率和品牌化的消费类公司;具备“硬资产”的公司,如核心机场、高速、铁路、著名旅游区、传统医药处方等,稀缺资源存价值重估空间。周期股关注三类机会:一是受益于电动汽车产业链,结构性需要较好的分子行业,如锂、钴;二是由于环保巡查趋严,限产严格,使得供给端持续收缩带来的机会,如电解铝、稀土;三是周期中盈利稳定,摆脱周期引力的“蓝筹股”。但整体上,随着经济预期的快速升温,当前已类似2月份,周期股介入性价比在下降。

## 如何甄别企业的增长(中)

□信达证券首席策略分析师 陈嘉禾

在几周前的一篇文章中,我分析了在研究企业增长中,需要鉴别的一些“伪增长”情况。但因需甄别的情况之多,以至于在上一篇文章里并没有阐述完。在此,我将继续讨论在鉴别企业时,需要着重回避的一些增长情况。

无利润的增长:虽然我们看到一些企业的收入、资产、规模、市场影响力都在大幅提高,但却未产生利润,或者有的企业虽然产生了会计利润,但经营性净现金流却一直难以转为正值。

对于这种情况,我们不能下定论说“没有利润的企业增长就是坏增长”,而是需要甄别这种增长在将来是否有可能为我们带来利润?要知道,绝大多数在今天成功的互联网企业在早期都是贴钱、不产生利润的。但反过来说,绝大多数失败的互联网企业在早期也不产生利润。

所以,一个不产生利润的增长,其本身并不是我们追逐的对象。毕竟,哪一个真正的价值投资者,会容许自己投资的企业一直不产生真正的利润呢?我们需要鉴定的是,这种增长将来是否有可能形成一种巩固的优势,从而带来利润,而且是高额的、能弥补前期亏损的利润。如果能,那么暂时的痛苦是可以忍受的。反之,则趁早离场也许更好,至少会亏得少一些。

举例来说,可以在形成网络效应的互联网企业中(网络效应指的是新的客户会带来更多客户,从而以网络形式迅速扩大,且不可逆转),竞争中的赢家往往会大赚其钱,为此忍受无利润时代就情有可原。但在客户黏性很差的行业中,比如智能手机、笔记本电脑、砸补贴、不赚钱的扩张,只会导致客户吃掉企业提供的补贴,等补贴结束就转身走人、另投它方。在这种情况下,不赚钱的扩张是否还有意义,就十分值得思考。

分红导致的实际投资回报增长:有些传统、没有太大发展空间的公司,会选择给自己的股东派发高额分红。在这种情况下,如果我们审视每年的报表就会发现,基本面没有什么太大的增长。

但如果仔细观察投资者实际取得的回报,会发

## 景泰利丰董事长、总经理张英飚:港股仍处上升时期

□本报记者 叶斯琦

景泰利丰董事长、总经理张英飚日前在接受中国证券记者采访时表示,本轮港股上涨是“北水南下”带来的持续性行情,是一个大级别的上升行情。港股实际上仍处于上升时期,行情并未见顶。未来看好具有国际竞争力的中国制造业顶级公司、AH股折价或者估值折价且拥有高成长性的公司,以及自主品牌汽车、生物医药和消费类公司。

## 港股仍未见顶

中国证券报:港股经历一轮大涨之后,目前处于震荡态势。您认为未来港股将如何演绎?

张英飚:我们认为港股实际上仍处于上升时期,行情并未见顶。本轮港股上涨,是“北水南下”带来的持续性行情,是一个大级别的上升行情。去年11月开通的深港通使得“北水南下”,内地市场流通中的M2高达163万亿元人民币,而香港股票市场只有29万亿美元的总市值,两地实现互通后,资金从内地流入港股是一个持续的过程。

今年以来,只有不到两千亿元人民币资金流入香港,港股就出现逾20%的上涨,理论上,持续流入的数量级是远远超过这个数字。可以想象,如果流入资金到达上万亿元级别,港股市场将受到更明显影响。

目前还没有看到会影响港股上升趋势的新因素。9月份美联储是否启动“缩表”以及具体实施的力度需要观察,我们预计美联储只会像征性地启动缩表,对市场的冲击将有限。

中国证券报:从资金角度来看,近期通过



## 其他资金有什么特点?

张英飚:通过沪港通南下的资金会买入其熟悉的公司,如腾讯控股;也喜欢买进中小盘股。港股市场的其他资金以欧美资金为主,他们主要买入方便研究的中国大型公司机会值得关注,它们也会被重新定价,且将来还会有持续被重新定价的机会。

中国证券报:恒生指数公司于8月16日公布半年度恒生综合指数(HSCI)成员检讨结果,结果在9月4日生效,届时港股通成

分股范围也将随之调整。您如何看待港股通标的的调整,对个股和市场会带来什么影响?

张英飚:以前有一些标的港股通资金不能参与的,而现在可以参与,会有一定的利好作用。但个股入选指数的机制是相对透明的,市场可以预期哪些标的能够进入指数,因此公司可能已提前被炒作,现在跟风进场短期会有风险。

## 看好具有国际竞争力的公司

中国证券报:未来更看好港股市场的哪些板块?

张英飚:首先,能和国际公司竞争的中国制造业顶级公司。凡是能走到国际市场上并和国际对手竞争、且竞争结果能进入国际数一数二地位的公司,都具有进入国际资本争夺、并被重新定价的机会。中国只有制造业公司能在国际上与世界顶尖公司进行争夺。其次,AH股折价或者估值折价的,而且拥有高成长性的公司。再次,自主品牌汽车、生物医药和消费类公司。

中国证券报:除了港股,您对A股后市有何判断,A股哪些板块机会值得关注?

张英飚:本轮A股行情的本质也是中国优质公司被重新定价所带来的机会,因此在A股与国际接轨的过程中,能与国际公司竞争的中国制造业顶级公司和消费类寡头公司的机会值得关注,它们也会被重新定价,且将来还会有持续被重新定价的机会。

另外,新能源汽车、教育、AI(人工智能)和养老医药等新兴行业也正在培育,当中孕育了很多新的具有高成长性的投资机会。

□瞭望塔

## 资金面大概率维持紧平衡

□本报记者 王姣

8月中旬,资金面再现紧张情况,大行捂紧钱包“不放血”,非银机构“跪求”隔夜,市场上甚至出现了少有的机构违约传闻。从表面上看,税期和央行逆回购到期等因素,是造成短期资金面紧张的主要原因。但深层次而言,核心症结仍是超储率偏低,低超储率使得银行体系面临冲击的脆弱性上升,要保持流动性基本稳定,未来仍有赖于央行精细化调控和适量的流动性支持。结合近期央行在公开市场上的操作和最新表态来看,货币政策稳健中性取向已然确立难以撼动,后续央行将以中性适度取向对流动性进行“削峰填谷”,资金面大概率维持紧平衡。

对于本周资金面突然收紧的直接原因,央行在8月16日的早间公告中已有明示,即“税期和央行逆回购到期等因素对银行体系流动性的影响”。

Wind数据显示,本周共有6000亿元逆回购到期,周一至周三到期量均超过1000亿元,尤其周一高达2100亿元;周二有2875亿元MLF(中期借贷便利)到期;全周资金到期量高达8875亿元。

资金到期规模较大,叠加税期、例行存准缴款、地方债发行缴款等因素,进一步增添了金融机构流动性管理的难度。值得注意的是,从历史经验来看,市场人士多判断8月缴税因素对资金面的影响相对温和,但从资金面实际表现来看,缴税的冲击程度可能超出市场预期。

然而,缴税年年有,为何这次冲击如此明显?归根到底还是因为目前超储率偏低。据央行公布的数据,截至6月末,金融机构超额准备金率为1.4%,略高于3月末的1.3%,但仍处于历史上较低水平。且央行在二季度货币政策执行报告中也提到,年中、年末超额准备金率往往会上升,“鼓肚子”,可以推测6月真实的超储率可能低于1.4%。

另据机构测算,从已公布数据来看,虽然7月央行通过公开市场操作净投放4725亿元,但当月财政存款新增1.16万亿元,远超历史季节性规律,外汇占款降幅继续收窄,但尚未转正。综合考虑,7月末超储率大概率已进一步下降,目前机构预测的7月超储率位于1.1%-1.3%区间,仍是近几年来较低的水平。

尽管超储率下降并不意味着银行体系流动性收紧和货币政策取向发生变化,但低超储率使得银行体系面临冲击的脆弱性上升,短期因素对流动性造成的影响在加重,这种情况在去年以来已经表现得比较明显。

在超储率偏低的背景下,银行倾向于采取防御心态,易导致资金面波动,后续要保持流动性基本稳定,仍有赖于央行精细化调控和适量的流动性支持。回顾近期央行在公开市场上的操作,整体仍维持了“削峰填谷”的操作思路,彰显了央行流动性管理的中性适度取向。如本周面对流动性收紧的态势,周三至周五央行分别开展了1800亿元、1000亿元和1200亿元逆回购,单日分别净投放1800亿元、500亿元、200亿元,“填谷”呵护流动性的意图明显。且央行在日前发布的二季度货币政策执行报告中表示,每个月的往往是多个因素叠加收紧流动性的时点,故公开市场操作“填谷”的力度会大一些。而下旬则有财政支出供应流动性,公开市场操作的方向主要体现为“削峰”,削峰的尺度拿捏主要看财政支出的进度和力度,保持灵活性。

总体来看,短期而言,随着央行继续“补水”及缴税扰动消退,资金面已度过近期最紧张的阶段,后续央行将继续“削峰填谷”以平滑资金面波动,资金面大概率维持紧平衡。中长期而言,下一阶段货币政策仍将保持稳健中性,下半年流动性的稳定性将有望增强,利率中枢也将保持基本稳定。

## 如何甄别企业的增长(中)

□信达证券首席策略分析师 陈嘉禾

现

几个百分点的分红,能在长期带来不错的实际投资回报,尤其在基础资产有所增长的情况下。

举例来说,如果对比英国富时100指数和美国标普500指数的长期增长就会发现,后者远超前者。但由于富时100指数在历史上的股息率更高,而普通的、非全收益的指数,则不包含股息率,因此当我们在比较这两个指数时(也就是投资者真正取得的回报率)就会发现,两者之间的差距远没有那么大。

刻意制造的增长:当资本市场和实体经济碰在一起之后,投资者的投资行为会被企业的基本面所影响,而投资者所给出的价格又会影响企业基本面和实际控制人利益,这就导致刻意制造增长,在一些特定时点,如上市公司减持前,变得有利可图。一般来说,这种增长或是利用了会计准则漏洞,或是采取了不切实际等只有短期效果的商业行为,更有甚者则违背了法律法规进行虚构,因此它们的可持续性也就可想而知。不过,鉴别这种增长的真实性并不太难,只要投资者仔细调研企业和市场、仔细分析行业、仔细阅读报表,多半能发现问题所在。

运气带来的增长:在一些行业中,运气是非常重要的因素。这些行业往往依靠一个“爆款产品”存活,典型的行业就是电影,以及歌曲、写作、汽车、智能手机、流行服饰、手机游戏等。这些增长的到来往往非常突然,来了之后发展得非常迅速,而一旦消失之后又很快沉寂无踪。

对于这种“需要爆款产品”的行业来说,它们之间有一些共性,比如客户追逐流行、他们之间的行为会互相影响,产品的客户黏性极差,感官的认知感受比实用性相对来说更重要。对于这些行业中,对突然蹿红的公司来说,它们下一个产品很可能突然光环陨落。也就是说,导致它们爆红的主要来自于运气,而不一定是一套可持续运作的实力和制作规范。

对于这种投资标的,我们需要警惕它们的可持续性,以及买入它们所给出的估值。由于爆款的影响力如此之大,而投资大众又没有意识到这种运气型增长的不可持续性,市场往往会给它们一个高得离谱的价格,而过高的价格也就会为投资的失败埋下伏笔。