

# 研判三大指标 规避创业板“踩雷”风险

□招商创业板大盘ETF基金经理 苏燕青

今年以来截至4月9日，沪深大盘代表性指数中，创业板系列指数表现非常亮眼。Wind数据显示，上证综指下跌7.35%，沪深300下跌7.42%，中证500上涨1.04%，中证1000上涨3.99%，创业板指上涨11.07%，创业板大盘指数上涨11.4%。

创业板的关注度今年以来持续提升，一方面源于外部环境驱动，从市场流动性、政策面角度来看，整个创业板都比较受益；另外一方面，创业板整体的内生业绩也相对比较优异。自2018年年底计提商誉减值之后，业绩增长出现一个极值低点，随后开始反弹，2019年三季度开始看到创业板业绩复苏的迹象，且从今年上市公司的业绩预告披露情况来看，创业板2019年全年的盈利增速继续改善。这也是创业板业绩从底部抬升和复苏的开始。

截至一季度末，创业板798家上市公司已全部披露2019年度业绩快报，2019年年度归母净利润同比增速高达78.1%（已剔除乐视），反观主板业绩增速，相比创业板来说，显得较为逊色。从今年一季度疫情对全市场板块影响来看，对主板的影响很可能比对创业板影响更大，相比较而言，2020年一季度创业板业绩与主板相比，优势可能会继续保持。

尽管创业板公司往往具有较高的业绩弹性与成长潜力，但内部仍存在分化，部分公司的盈利能力尚不稳定，发展也存在不确定性，在创业板内如何选择投资标的，从而避开“雷区”，就显得尤其重要。

创业板核心排雷指标之一是商誉占比，商誉占比越高的公司，其未来收益通常越差。商誉是指企业在并购过程中所支付的那部分金额与被并购标的资产公允价值之间的差额。过去随着相关并购政策的放松，创业板公司进行了大量的外延并购，积累了很高的商誉资产，尽管2018年底大量创业板公司计



提了商誉减值，但显然商誉仍然是创业板中的重要雷点。我们使用整体法计算创业板、主板、中小板的商誉占比，可以发现，创业板的商誉占比仍旧相对较高，高达15.4%，而主板的商誉占比仅为2.3%，若考察商誉占比与股票收益之间的关系，将有商誉数据的公司汇集在一起，利用商誉占净资产比重的大小将股票分为组，分别构造自由流通市值加权组合，商誉占比越高的组合，其未来收益表现越差。再进一步将范围缩小到创业板中，该测试的特征将更为明显，商誉占比是创业板中重要的排雷指标之一，尤其是占比超过100%的公司。

创业板核心排雷指标之二是大股东质押，大股东质押率越高的公司，股票未来收益表现大概率越差。

大股东通过股权质押将股权套现获得现金保留控制权，在极端情况下，对上市公司的经营会造成影响，可能因为大股东现金流的问题而导致股权易主。同样使用整体法统计创业板、主板、中小板各板块的大股东质押比例情况，创业板高达39.3%，而主板仅为9%。

而若在所有存在股东质押的上市公司中，按照大股东质押比例的高低将股票分组，每组按照自由流通市值加权，可以发现质押比例高的组其未来收益表现更差，2017年以来尤其明显，这也侧面反映了近两年投资者更加关注公司基本面的质地。该指标在创业板中更加适用，特别是大股东质押比例高于70%的公司组合，其未来收益会更差。

创业板核心排雷指标之三是经营性现金流，特别是过去3年经营性现金流均为负的公司，其收益表现尤其差。

经营性现金流指的是企业从经营活动中获取的利润除去与长期投资有关的成本以及对证券投资后剩余的现金流量。经营性现金流长期为负代表着企业的盈利模式可能存在问题，或者其经营很可能存在问题。我们同样测试了经营性现金流为负的指标在创业板中的作用，发现选择过去3年经营性现金流均为负这个指标排雷更为合适，不会错杀一些正处于成长期的公司而存在的现金流问题。

以上三个指标的使用可以大大降低创业板投资过程的踩雷概率，筛选掉这些可能踩雷的股票，投资者可以再选择有代表性的龙头创业板公司集合作为投资组合。一方面是龙头公司的盈利能力相对更强、更为稳定，在抵御外部风险构成也更有竞争力，特别是今年一季度以来疫情导致的停工对中小企业的冲击相对更大，反而利于龙头企业市占率的提升；另一方面，龙头公司的研发投入更高，在新领域的拓展上更有实力，在保证盈利性情况下，其成长性也并不弱。

此前深交所发布的创业板大盘指数，旨在反映创业板市场基本面良好、流动强的大市值股票的整体表现，其编制方法就是这个思路。笔者认为，通过商誉占比、大股东质押、经营性现金流这三大核心指标筛选过后，再精选流动性强的大市值股票，对于投资者而言，既有助于抓住创业板未来成长价值，也有望大幅降低“踩雷”几率。

## 全球市场巨震下 企业定价回归价值



□华宝宝康灵活配置基金经理 李鹏

受疫情和油价暴跌双重影响，当前海外经济和金融市场出现剧烈波动。审视这一轮海外经济和市场的巨震，对A股投资会有怎样的借鉴和参考意义？

### 全球市场动荡加剧

经过两个多月的努力，中国国内的疫情基本得到控制，全国复工复产。海外疫情却出现了蔓延态势，欧洲疫情形势严峻，美国确诊人数也在快速上升，全球商业出现了短期停摆。目前，全球经济出现一定程度的衰退迹象，而这次衰退和过往的历史规律都不大相同。过往的经济衰退均源自经济周期的自然波动，通常是经济持续繁荣之后，由通胀和高杠杆引发的经济衰退。传统衰退模式下，主要通过央行放松货币政策和财政政策，衰退就能得到缓解甚至反弹。而这一次面对的是前所未有的突发公共卫生事件，由于缺乏有效的对抗疾病的治疗和阻断方法，人际之间的物理隔离就成为了最有效的方法，但对经济的负面冲击在政策应对上不能简单通过货币和财政政策来解决，只能起到缓解经济下行压力的作用。只有从根本上解决疫情，才能让经济发展重回正轨。

对抗疫情过程中，中国政府采取的强有力的行政和医疗手段成效显著。相比之下，国外疫情对经济冲击的影响日益严重。欧美股市出现了持续的快速下跌，A股市场虽然也出现了一定幅度的跟随回调，但总体跌幅较小。欧美经济走弱对出口需求的压制和新兴国家资金外流都对国内市场造成了一定的负面冲击。

目前国内已经从抗击疫情转至复工复产，除了传统基建投入等投资外，国家在信息技术等领域加大投入，近期5G通讯相关投资明显加大，同时信息服务、半导体新材料、IDC和特高压等领域也在加大投入。

### 注重择时 优选投资标的

短期内，疫情将对欧美国家的经济活动和交通物流造成较大的影响，需求的快速减少暴露出欧美经济中的一个深层次问题：很多企业和股市杠杆过高。由于经济停摆且恢复时间无法估计，这对于严重依赖现金流的高杠杆欧美企业和居民都将是致命的冲击，加上油价暴跌和市场流动性短缺等问题，市场恐慌加剧。高杠杆背景下，经济不振导致的正常经营现金流断裂而引起的债务违约，将可能进一步冲击整个金融系统。目前美联储不断为市场注入流动性，主要是针对这一系列问题，应该可以起到一定缓解作用。特朗普在任期内迫使美联储维持低息环境，上市公司依赖低廉的借贷成本，进行源源不断的红利派发和回购，造就了美股十年大牛市、ETF持续战胜市场，资金持续涌入美股则进一步推动股市上涨。不过目前美股持续下跌打破了这一循环。

投资方面，目前面临两个层次的问题：第一是流动性问题，第二是基本面问题。欧美股市的流动性问题是因为拥挤交易，可以通过央行放水解决，而企业基本面和存续问题仍需关注实体需求。如果企业因为缺乏订单没有挺过这一段经济痛苦期，股票该如何定价？目前市场关心的核心是公司的存续问题（核心是现金流问题），而非交易价格问题。巴菲特的优势在于他投资的企业都没有存续问题，可以长期持有。极端情况下，市场价格会大幅偏离价值，因此面对未来一段时间内的不良经济前景，需要尤为重视上市公司的价值内涵。

目前国内经济形势总体平稳，市场也处于较低的估值水平，A股安全性相对较高。放眼全球，在未来一段时间内，受疫情冲击程度不一的行业，资产负债状况不同的个股，二级市场表现或呈现出较大的差异。预计未来全球各国都会积极推出强有力的货币、财政政策来对冲经济下滑的影响，但市场仍将继续呈现出较高的波动，所以投资标的和时机的选择也很重要。

## 战胜恐惧 坚守价值投资

□广发全球精选、广发沪港深新机遇基金经理 余昊

美股推出熔断机制至今三十多年以来，熔断仅发生过五次，其中四次发生在上个月。这是笔者经历的第四次金融市场大动荡，这一次的跌幅不是最大的，但速度着实是最快的。回顾过去，市场动荡的诱因、背景、高潮、回落各不相同，但唯一不变的，是大动荡之后的大幅反弹。这种收益就像涅槃后的莲花，只有战胜了危机带来的恐惧，才能获得危机后的财富超额增值。

从企业盈利和估值水平来看，当前的港股已进入中长期投资的好时点：一方面港股过去三个季度遭遇四次重大风险事件带来的估值下跌；另一方面，企业盈利已经从一季度疫情影响逐步走出来，并逐步改善。随着市场风险偏好自然回升，优质企业有望迎来估值修复和盈利提升的机会。

### 动荡之后迎来反弹行情

2008年美国次贷危机爆发后，标普500指数从2007年10月高点坠落，直到2009年3月见底，跌幅大约47.7%。经历深度调整后，市场迎来大幅反弹，自2009年4月至2010年4月的反弹幅度达48.7%。从中长期来看，2009年3月是后续十年的低点，截至2019年底的累计涨幅达到305%，这还没有计入每年的分红回报。

2011年欧债危机时，欧洲50指数从2011年3月到2011年9月跌幅20.4%。调整到位后，平常波动率较低的欧洲指数大幅反弹，从2011年10月至2012年3月的反弹幅度为13.8%，截至2015年4月的涨幅达到59.2%。对于很少大涨大跌的欧洲指数而言，这种涨跌幅已属很大。

金融市场的动荡在A股市场也有上演。



沪深300指数在2015年6月至2016年2月期间的跌幅为40.6%。随后市场也走出一波超跌反弹行情，2016年3月反弹11.8%，中期行情持续反弹到2018年1月，涨幅为48.6%。

这些枯燥的数字背后，是无数财富毁灭和创造的故事。而人性和财富往往是背道而驰的，人性总是在山里甚至山顶时，充满信心一直向前，而跌至谷底时，人总是惊魂落魄，丧失信心裹足不前。

### 港股或已跌至谷底

在这轮动荡的全球市场中，港股作为完全开放的市场，受多重冲击。仅仅过去三个季度，港股就遭遇四次重大风险事件带来的估值下跌。

经历这些波折后，恒生指数跌破了资产净值，PB回到1以下，目前恒生指数PE仅有9.46倍，而分红回报率高达4%。纵向来看，历史上仅有1997年亚洲金融危机爆发时，恒生指数的估值比现在估值低，2008年次贷危机、2011年欧债危机、2016年初A股的估值水平平均和当前的情况在伯仲之间。故从估值

角度或者人性的角度看，我们当前所处的位置或许就是谷底。

从企业盈利的角度看，港股企业盈利跟着内地宏观经济走，无论一季度经济有多差，无论海外疫情对出口扰动如何，至少企业盈利环比处于改善的进程中。基于此，笔者倾向于认为港股目前的状态就是估值绝对低位。

综合来看，笔者认为，目前内地经济已经在疫情之中逐渐恢复过来，生产生活秩序稳步恢复，企业复工复产明显加快。中国采购经理指数在2月大幅下降基数上环比回升，其中3月制造业PMI为52%，比上月回升16.3个百分点。对于港股来说，经过三月的快速下跌，或许已然跌至谷底，或者离谷底不远的地方，目前财富增值变得比较简单，就是挑选长期优秀的企业，买入并持有。

### 找到永远的幸存者

价值投资之所以长期收益好，简化到极致就是两点，买什么和什么时候买。从长期资产配置收益率看，股票和土地的回报远高于债券和黄金。而股票当中长期收益率高的，是那些经过所有危机，依然活下来并成为行业龙头的企业。所以，价值投资选择买什么很清晰，就是找到这些永远的幸存者。

什么时候买，这个问题经常被忽视，因为市场大部分时间是像在山里，向上向下皆可，在谷底的时间是极少的，因为谷底只有在危机之后才会出现，是涅槃之后的莲花。但绝大部分人是即使莲花立于眼前，也不敢相认，因为之前的恐惧主导着内心。价值投资之所以可贵，正是因为只有着眼企业的长期内生价值增长，才能在众人皆因为短期危机而恐惧的时候，去摘取涅槃后的莲花。对于中长期投资者来说，当前可以关注的投资工具包括港股通个股和港股通基金。