

大类资产配置视角下的创业板暴涨之谜

刘长江

对于创业板的暴涨,市场争论风起云涌,看空者有之,看多者亦有之。作为固定收益研究,我们更愿意从经济周期和大类资产配置的角度分析其暴涨原因,及其与固定收益资产价格的互动。

一个基本结论是,2012 年下半年以来,中国出现了“政府拉动经济+衰退性宽松”组合的局面,而这恰恰是大宗商品牛市的温床。在中国,创业板似乎充当了大宗商品的角色,特别是在房价趋势性下降和国际大宗商品熊市的背景下。

美林的实证检验证明,在经济复苏阶段,股票表现最好;而在经济过热阶段,股票的表现远逊于大宗商品。

在经济复苏阶段,投资主体关注的是资产的到期回报率(也就是真实回报率),伴随着到期回报率的上升,资产估值不断提升,即真实资产价格不断上升。在经济过热阶段,投资主体关注的是资产买卖的差价,随着资产价格的不断攀升,其与真实资产价格之间的差距越来越大,最终发生均值回归。从过去几十年的经验来看,这种均值回归主要是由于政府主动收紧货币政策。

与大宗商品相比,有关股票的一些“故事”更容易被证伪,特别是对价值投资者而言,夸大的上市公司盈利预测很容易被证伪;而大宗商品则更适合成为炒作标的,一般来说,在需要炒作的时候,供给端(如产量峰值论)和需求端(如刚性需求论)的论据会大量涌现。

如果加入政策冲击就会发现,政府放松货币政策造成的流动性泛滥同样有利于形成大宗商品牛市。

次贷危机期间各国政府实行了超级宽松的货币政策,提供了一个很好的观察案例。数据显示,以月均 CRB 指数衡量 2009 年 1 月~2011 年 4 月期间,出现了一个大宗商品的牛市。在此期间,CRB 指数(月均)累计上涨了 87.3%。而 IMF 数据显示,2009 年全球经济陷入衰退,经济增长-2%,2010 年大幅反弹后,2011 年、2012 年又连续回落,2013 年才开始稳步回升。在 2009 年全球经济衰退期间,CRB 指数(月均)全年累计上涨达到 35.5%。

除去 2008 年 4~12 月、2002 年 2 月~2011 年 4 月间,大宗商品经历了一个超级牛市,历经了整个经济周期,仅在滞胀阶段出现了明显回落。

经验显示,如果经济周期性企稳上升主要来自政府加杠杆拉动,那么在大类资产价格的表现上,更多表现出过热的特征,而非复苏的特征,即大宗商品的表现要超越股票。数据显示,这样的情况至少出现过三次:美国 2002 年的经济上升、中国 2002 年的经济上升、中国 2009 年的经济上升。

在讨论创业板未来走势时,我们主要考虑以下因素:

第一,私人部门需求是否企稳上升,资金回流主板。这一情况的出现会对应经济周期性底部的出现,从目前

来看,可能最早也要等到 2016 年。

第二,流动性收紧。从国内外的经验来看,在衰退阶段政府很难收紧流动性,即使是在复苏初期,政府仍然愿意维持流动性宽松。

第三,其他资产接棒。房价大幅反弹的概率较低,主要考虑的因素是如果国际大宗商品价格触底回升,国内大宗商品价格可能接替创业板成为炒作对象。从目前的情况看,2015 年世界经济难言过热,美元也仍会较为强势,国际大宗商品价格虽然可能已经触底,但反弹空间有限;此外,在超级牛市后,大宗商品也有调整的需要。新的背景下,

三板取代创业板的概率也并不是太大,毕竟在炒作概念上两者比较类似,而且其疯涨幅度似乎并不逊色于创业板,两者倒是更适合合并考虑,上涨逻辑基本趋同。

第四,政策定点调控,这个影响更多是短期波动,不会改变长期趋势。

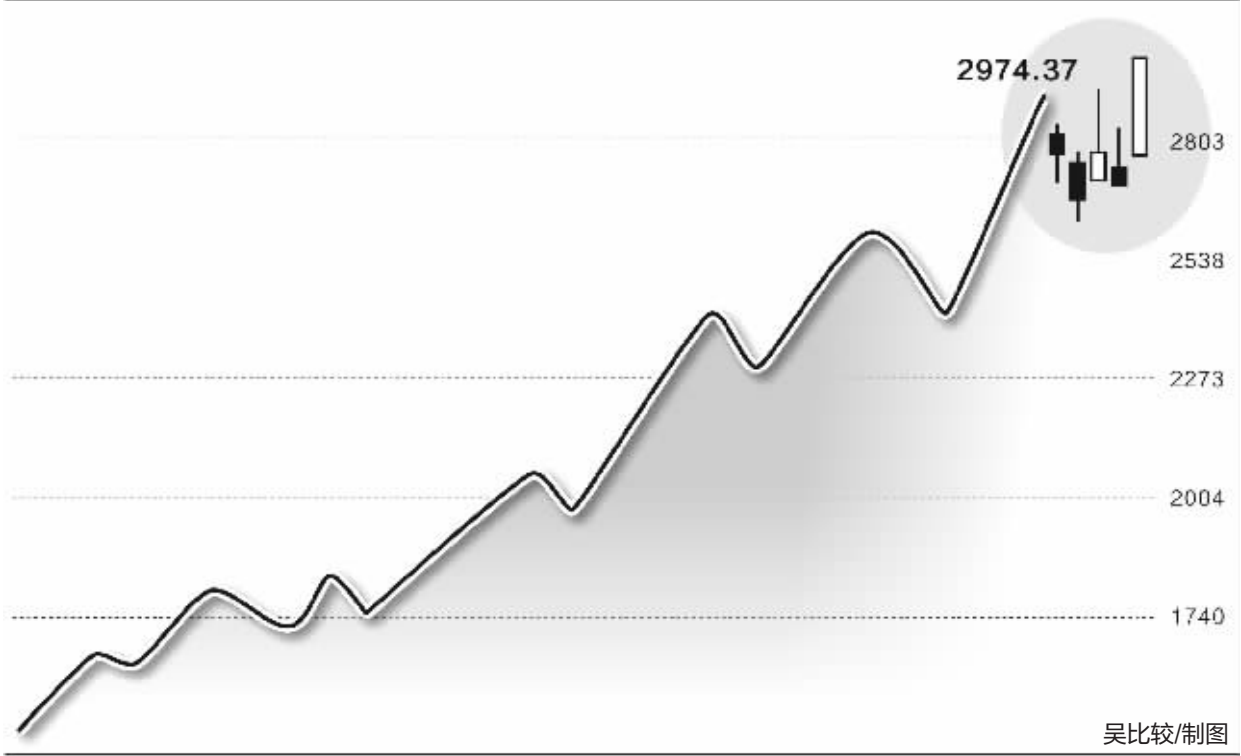
第五,估值,目前来看能打倒创业板的只有创业板自己了。

以上的分析显示,大宗商品被热炒的情景有三种:第一,过热阶段;第二,流动性宽松的衰退阶段;第三,如果经济周期性企稳上升主要来自政府加杠杆拉动,那么在大类资产价格的

表现上,更多表现出过热的特征,而非复苏的特征。在这三种情景中,大宗商品价格会出现脱离基本面的上涨,一种解释是,大宗商品的“故事”更难被证伪。而这里的难证伪或许并非由于“故事”本身多么可信,而是人们更愿意相信“故事”。

最后,奉献给大家一段近期刷屏的微信,每次泡沫来时,总存在两种人:一种人不停地指出泡沫会很快破灭,另一种人欣然在泡沫中游泳;前一种人越来越聪明,后一种人越来越有钱。”你是想当聪明人还是有钱人? (作者单位:安信证券)

今年以来创业板指走势图



大盘走慢牛 个股找快牛

证券时报记者 汤亚平

近段时间以来,尽管 A 股市场几度调整,但成长股集中的中小板、创业板再次创出新高。它预示着中国进入造就最伟大上市公司的时代。也就是说,大盘走慢牛,个股找快牛。

毋庸置疑,中小板、创业板长期的投资机会在于,这个板块将更容易产生一批伟大的公司,特别是那些具有高成长性、处于政策风口的企业未来仍有较大发展空间。怎样找到一个伟大企业并与之共同成长,是中国新一代投资者的梦想。

寻找中国伟大的上市公司,必须借鉴巴菲特的价值投资经验。巴菲特之所以取得股票投资的巨大成就,是因为他赶上了美国飞速发展的时代。正因为他赶上了一个二战之后新兴的、成长的美国,他才知道了什么是最伟大的企业。换言之,巴菲特看好美国市场走慢牛、长牛,并从中寻找了快牛。正如他自己所言,伯克希尔的成功是建立在像购买可口可乐、吉列和

IBM 这样的公司之上的。

令人惊讶的是,早在伯克希尔 2012 年的股东大会上,当现场有人提问:“中国需要多长时间才能出现像可口可乐一样伟大的公司呢?”巴菲特的亲密助手芒格回答说,“中国已经拥有一些伟大的公司。”巴菲特回应称:“我们倾向于一些出口优质产品的中国公司,特别是指消费类的产品。中国已经拥有一些巨型公司,这些公司的市值将超过部分美国公司。”在刚刚召开的伯克希尔 2015 年的股东大会上,巴菲特再次强调未来两三年继续看好美股和 A 股。这两个世界最大的经济体将继续成为世界经济的引擎。

可是,巴菲特基于二战以后实践价值投资理念,已经不断发生变化,人们越来越在价值投资中融入成长的概念,甚至将价值投资理念发展成价值成长投资理念。这种与时俱进是符合市场发展规律的。譬如,中国现在的企业乃至整个社会都沉浸在所谓“互联网+”的狂热中,可是,在美欧正在迎来另一个“新硬件时代”,这个时代更

适合制造业实业家口味。

而中国制造目前还处在黎明前的黑暗之中,“中国制造”及工业 4.0 的瓶颈在新材料、新技术的智能结构方面。因此,如果让市场在资源配置中起决定性作用,那么资金流向方向将会持续得到从主板市场转移资金的青睐,因为中小板与创业板均有着大量的新兴产业股、中小市值品种。所以,近期中小板指与创业板指几乎形成了趋势一致的态势。

一个明显的信号是,“中国制造 2025”总体方案已经国务院常务会议审议通过,将很快发布。国家为了增强国力而新出台扶持政策鼓励发展的行业,可以获得税收、政策的扶持,可以实现快速的发展,有助于企业迅速壮大,有助于发展成为伟大企业。比如国家振兴装备制造业这一重大战略涉及的 16 个重大装备专项行业,在从制造大国向制造强国转变的过程中,很有可能从中产生一批伟大企业。谁先播种,谁先收割。

本周28公司112亿股解禁 流通市值707亿

张刚

根据沪深交易所安排,本周两市共有 28 家公司的解禁股上市流通,解禁股数共计 111.76 亿股,占未解禁限售 A 股的 2.37%。其中,沪市 104.66 亿股,占沪市限售股总数 4.6%;深市 7.1 亿股,占深市限售股总数 0.29%。以 5 月 8 日收盘价计算市值为 706.65 亿元,占未解禁公司限售 A 股市值的 0.73%。其中,沪市 10 家公司为 459.83 亿元,占沪市流通 A 股市值的 0.16%;深市 18 家公司为 246.82 亿元,占深市流通 A 股市值的 0.16%。

本周两市解禁股数量比前一周 22 家公司的 22.19 亿股增加了 89.57 亿股,为其 5 倍多。本周解禁市值比前一周的 494.52 亿元,增加了 212.13 亿元,增加幅度为 42.90%,为 2015 年偏高水平。

深市 18 家公司中,嘉欣丝绸、掌趣科技、晶盛机电、珈伟股份共 4 家公司解禁股份是首发原股东限售股份,华邦颖泰、乐视网、恒泰艾普共 3 家公司的解禁股份是定向增发限售股份,美欣达、濮耐股份、三泰控股、富安娜、中恒电气、辉丰股份、长青集团、安科生物、福瑞股份、汉得信息共 10 家公司的解禁股份是股权激励一般股份,同方国芯解禁股份是股改限售股份。

其中,同方国芯的限售股于 5 月 11 日解禁,解禁数量为 2.67 亿股,是深市周内解禁股数最多的公司,按照 5 月 8 日的收盘价 37.3 元计算的解禁市值为 99.5 亿元,是本周深市解禁市值最多的公司,占本周深市解禁总额的 40.31%,解禁压力集中度高,也是解禁股数占解禁前流通 A 股比例最高的公司,达 124.49%。解禁市值排第二、三名的公司分别为掌趣科技和乐

视网,解禁市值分别为 50.38 亿元、41.1 亿元。

深市解禁公司中,同方国芯、濮耐股份、三泰控股、中恒电气、嘉欣丝绸、辉丰股份、汉得信息、晶盛机电、福瑞股份、珈伟股份、长青集团、恒泰艾普、华邦颖泰、美欣达、安科生物、乐视网、富安娜涉及“小非”解禁,需谨慎看待。此次解禁后,深市将没有新增的全流通公司。

沪市 10 家公司中,中青旅、大唐电信、迪马股份、号百控股共 4 家公司的解禁股份是定向增发限售股,农业银行的解禁股份是首发原股东限售股份,航天长峰的解禁股份是股改限售股份,宁波联合、鹏博士、桐昆股份、深圳燃气共 4 家公司的解禁股份是股权激励一般股份。

其中,农业银行在 5 月 15 日将有 98.92 亿股限售股解禁上市,是沪市周内解禁股数最多的公司,按照 5 月 8 日的收盘价 3.7 元计算,解禁市值 366 亿元,为沪市解禁市值最大的公司,占本周沪市解禁市值的 79.59%,解禁压力集中度很高。号百控股是解禁股数占流通 A 股比例最高的公司,为 64.92%。解禁市值排第二、三名的公司分别为号百控股和迪马股份,分别为 32.87 亿元、30 亿元。

沪市解禁公司中,中青旅、迪马股份、鹏博士、航天长峰、大唐电信、深圳燃气、桐昆股份、宁波联合、农业银行涉及“小非”解禁,需谨慎看待。此次解禁后,沪市将有桐昆股份、深圳燃气、农业银行成为新增的全流通公司。

统计数据显示,本周解禁的 28 家公司中,5 月 15 日有 4 家公司限售股解禁,解禁市值为 400.15 亿元,占到全周解禁市值的 56.63%。本周解禁压力的集中度高。(作者单位:西南证券)

新文化增资控股创祀网络

新文化(000336)今日公告,公司以自有资金 925 万元购买李炎钊、刘松楠、任子行网络技术股份有限公司持有的创祀网络科技(上海)有限公司 36.25%的股权,并以自有资金 550 万元对创祀网络增资,其中 177.07 万元计入注册资本,剩余 372.93 万元计入资本公积。股权转让和增资完成后,创祀网络的注册资本增加至 765.3053 万元,公司持有创祀网络 51%的股权,成为实际控制人。

据介绍,创祀网络是国内领先的

跨屏互动营销服务提供商,专注于整合互动技术和媒体内容资源,为电视台、影视节目制作方和品牌客户提供跨屏、跨场景的新媒体营销推广解决方案,打造了摇电视、摇周边、影视剧社区互动产品和广告发布系统相结合的一体化平台。

公司称,此次对外投资项目的实施能满足公司业务发展的需要,可以提高公司盈利能力,获得更大的发展空间,符合维护公司发展利益的需要和股东利益最大化原则。(黄剑波)

双杰电气中标1.14亿元配网设备采购项目

双杰电气(000444)今日公告,公司中标国家电网公司 2015 年第一批配网设备协议库存货物招标采购项目,预计中标金额合计约为 1.14 亿元。

根据公告,公司在青海、蒙东、北京、河北、河北农网、江苏、新疆、江西、宁夏、福建、浙江、安徽、冀北、冀北农网、山东、辽宁、黑龙江、四川等十八个省(地区)中标,中标产品包括箱式变电站、箱式开闭所、环网柜、柱上断路器、

电缆分支箱等产品。根据公司中标数量以及报价测算,预计此次中标金额合计约为 1.14 亿元。

根据公司中标数量及报价测算,此次中标总金额(除税后)约占公司 2014 年经审计营业收入的 17.9%。上述项目合同的履行将对公司 2015 年及以后年度的经营业绩产生积极的影响,但不影响公司经营业务的独立性。(黄剑波)

科陆电子预中标南方电网1.7亿元项目

科陆电子(002121)今日公告,公司成为“中国南方电网有限责任公司 2015 年电能表类框架招标项目”的中标候选人,预中标总金额约为 1.7 亿

元。该项目中标后,其合同的履行将对公司 2015 年经营工作和经营业绩产生积极的影响。

(翁健)

安邦资产近三月频繁调研创业板公司

证券时报记者 郑志金

创业板指上周五再创历史新高,逼近 3000 点。在此背景下,市场各路主力也动作频频,如安邦资产 5 月份以来已调研了东土科技、欣旺达、安利股份等 3 家创业板公司。

事实上,从 3 月份起,安邦资产就开始频频调研创业板公司。5 月份以来,东土科技、欣旺达、安利股份等 3 家创业板公司获安邦资产等机构调研,其中,东土科技、欣旺达分别涉及工业 4.0、能源互联网的市场热点。东土科技 5 月 6 日迎来安邦资产、重阳投资等 20 余家机构的集体调研。

调研中,机构较关注公司未来将如何布局工业 4.0 和工业互联网等问题。东土科技董事长称,东土公司要做的就是将基于 IPv6 的总线控制器为主导的硬件设备和工业服务器有效地联系起来,工业服务器里的核心首先在于服务器的处理能力;其次是将通信、安全、大数据、时钟同步等技术嵌

入其中。

此外,有机构询问公司现在的并购路径和方向,东土科技称,做总线控制器、服务器、芯片和应用的企业都是公司潜在考虑对象。公司一直有跟若干企业积极探讨。对工业控制领域熟悉,能提供更优化的解决方案的企业是公司下一步的寻找目标。互联网化的工业控制是新兴产业,围绕工业通信这个核心来整合整个工业互联网资源是公司并购的大方向。

股价方面,东土科技近期较为强势,5 月份以来累计大涨近三成;今年以来则累计大涨 162.57%。

5 月 4 日,欣旺达召开电话会议,参会机构包括安邦资产、千合资本等近 70 家机构。能源互联网是近期市场热点,调研中也有机构询问到这一方面的问题。欣旺达称,公司希望把汽车充电、家庭储能、电网的削峰填谷打通,与应用团队进行多样化合作,把市场做大。另外,机构还关注公司光伏产业的未来战略、新厂房的投放进展等。

欣旺达主要产品按用途分为手机数码类锂离子电池模组、笔记本电脑类锂离子电池模组、动力类锂离子电池模组三大类,公司及下属子公司还从事精密结构件、电源管理系统等研发、设计和生产。另外,目前该公司在电动车及储能方面的战略布局初步形成,未来有望在电动车及储能类电池市场取得好的业绩。

股价方面,欣旺达近两个交易日向上升突破,累计大涨 20.17%。5 月份以来大涨 25.98%;今年以来涨幅更是高达 131.54%。

5 月 4 日,安邦资产、泰康资产、东安保险等三家机构调研安利股份。调研中,机构主要关注公司经营情况及募投项目建设等情况。此外,对于公司是否有产业外延考虑的问题,安利股份称,暂时没有考虑,公司近期发展重点是把募投及超募项目建设好,尽快释放产能,发挥效益。安利股份还透露,目前,公司生态功能性聚氨酯合成革综合升级项目尚处于前期土地、规

划等手续申请办理阶段。

股价方面,安利股份表现不及东土科技与欣旺达,5 月份以来仅涨 2.5%,不过今年以来涨幅也达到 72.23%。

早在今年 3 月份,安邦系旗下安邦资产、安邦保险等就已频频调研创业板公司,当月有万邦达、朗玛信息以及东土科技等 11 家创业板公司获安邦调研,其中东土科技在 5 月份再获调研。

4 月份时,也有东方网力、晶盛机电、天喻信息、当升科技等 4 家创业板公司获安邦调研。而此前 1 月份与 2 月份时,安邦尚未开始频繁调研创业板公司,这两月均仅一家创业板公司获其调研,分别为东方网力、吴通通讯。

安邦此前因举牌招商银行、金地集团、金融街等声名大噪。资料显示,安邦保险集团是中国保险行业综合性集团公司之一,旗下有包括安邦财产保险、安邦人寿保险、和谐健康保险及安邦资产等多家子公司。