



**“经济结构调整的大潮中,资本推动企业发展已经成为趋势,也为创业板实现弯道超车打下良好的基础。”**

## 创业板:价值发现与估值泡沫的混搭

桂浩明

时下对股市的讨论很多,其中争议最大的莫过于创业板。应该承认,并击创业板估值高,泡沫大的声音在舆论界占上风。毕竟这段时间以来,创业板的股价涨得快,炒得高,很难以常规的估值模型来评判。

那么,究竟是什么因素导致了创业板的上涨,我们又应该如何来看待这种上涨呢?首先应该承认,创业板的上涨确实存在投资者对其进行价值发现的成分。从创业板的定位来说,就是为高成长的中小企业提供融资支持。处于成长期的中小企业,最为普遍的特点是本身业绩可能还平淡,但是有着快速发展的可能性。这对投资者是一个考验,也就是说如果愿意承担高风险,那么只要公司的快速发展成

为现实,也就能够享受高收益,投资时哪怕市盈率高点问题也不大。但是如果公司没有能够实现快速增长,当初以较高市盈率买入股票,就有可能导致亏损。在这个意义上,投资创业板的风险比较大,表现之一是成长性的不确定,之二是买入时溢价比较高。

对于成熟的投资者来说,他更为看重的显然是前者。只要能够在不确定性中把握住确定性,就敢于去投资了。事实上,创业板股价在2013年就开始大涨了,其中一些龙头品种实现业绩高速增长。今年一季度,创业板上市公司的净利润平均增长17.1%,明显超过了同期的沪深主板,这也是它连续第13个季度实现利润增长。这也就是创业板得以股价大涨的缘故。

另外,由于创业板总体规模还都较小,在IPO以后大都获得了不菲

的资金。如果上市后又进行再融资的话,现金状况就更加理想,毕竟这有利于其对外收购兼并。中国现在已经告别了短缺经济,企业要实现业务的快速发展,除了自己建立新的生产线之外,还有一条捷径就是收购兼并。像乐视网,在创业板上市以后凭借着强大的资金实力,不断发起收购兼并,不仅使得主营收入实现了持续倍增,同时公司也成为行业内的龙头之一。

应该说,在创业板中,类似这样的案例可以举出很多,它深刻地反映出在经济结构调整的大潮中,资本推动企业发展已经成为趋势。而创业板因为本身规模小,收购兼并对其营收与利润的影响显得特别大,也为其实现弯道超车打下了良好的基础。实际上,创业板的高估值,在很大程度上就是与之有关的。不能说这种高估值一定

合理,但客观而言的确不能否认其具有合理性。在这里,价值发现和估值泡沫,通常是很难区分得一清二楚的。

此外,我们还可以从市场操作的角度来讨论一下创业板。从创业板公司公布的报表来看,基金已经成为其最主要的投资者了。特别是那些走势强,涨幅高的公司,基金几乎占据了其前十大流通股东中的一半以上。像安硕信息前十大流通股东全部是基金,占到流通股比例的38%以上。这种状况之所以会出现,原因当然很多,但从操作层面上来说,由于现在大量发行开放式主题投资基金,并且是以互联网等热点为题材,这样就很容易形成基金在投资选项上的相对狭隘。

一旦相关主题的股票上涨了,基金的市值自然也就水涨船高,又会容易引起投资者加大对这些基金的中购,

于是更多的资金涌入基金。基金继续买这些股票,从而形成了行情的自我增强模式。这里还需要指出的是,现在市场上流行行业分级基金,相关基金事先确定的投资标的往往不多,在分级基金份额大幅度膨胀的背景下,会形成对投资标的的巨大需求。在这种情况下,基金的购买行为通常是被动的,但即便如此,还是会把相关股票炒得很高。在牛市行情下,就表现为创业板的超常规上涨。也许,从根本上解决这个问题的办法,就是加快股票的扩容。

根据以上分析,当前创业板的上涨有合理性,但也不乏泡沫。对于投资者来说,有能力分辨泡沫的话,完全可以继续创业板的投资。如果缺乏这种能力的话,还是暂作壁上观更好。

(作者系申万宏源证券研究所首席分析师)



**“把杠杆过高的部门杠杆移向其他杠杆不那么高的部门,有地方移中央、平台移央行、财政移货币等九种方法。”**

## 中国经济新常态=新需求+新供给+新宏调

邵宇

需求是短期经济增长的促进点。老需求即传统的“三驾马车”,即投资、消费和进出口。进出口衰退已成必然,消费原本的弹性空间就不大,投资下滑最快。整体来说投资是继发性的第二需求,如果其余两驾马车动力不足的话,投资也难以孤军奋战。

当前新三驾马车,首先是消费升级。消费的品质、内涵扩大,发展新型的消费增长点。这里更重要的是公共服务普及化,在当前中国经济发展阶段下,大量流动人口进入城市后,包括医疗、卫生、教育、养老等在内的需求增长巨大,这些都是新消费的来源。应更多通过开放服务业,制定新标准来规范行业发展,从而促进消费的提升;其次,对于投资这块,房地产下滑很严

重,但宏观上来说还应保持其一定的发展速度以维持经济稳定。基础设施建设投资牵涉消费问题,消费里产能的形成也是投资形成的,包括对医院、教育设施和公卫设施的投资等推动民生改善的“智慧型投资”,都是需要进一步促进。这一部分投资能够有效推动城市新一轮的扩张或增长;最后是出口,当前去向美国等发达国家的出口弹性无疑很小,但正如当前提出的“一带一路”,在这个范围内的国际贸易需求仍有巨大的增长空间,可创造新的出口需求点。由之产生的新需求推动,可有效替代美国等发达国家的需求减少对进出口贸易造成的影响。

供给对经济增长的意义主要是基于人力、资本、技术三点。过去的供给大部分是落后产能。技术落后,人力繁重,资源消耗。新的供给首先是要提高

要素利用效率,达到更加环保,更加清洁,更加可持续,更加人力友好,更加技术密集的目的。一个非常简洁的概念叫“五新产业”——即新产品、新技术、新组织、新制度和新模式。

前面两个“新”主要指新兴产业,围绕技术创新这部分。对于技术创新,尤其是原创很大一部分是概率问题,具体推动较难。因此,目前来看主要国家可进行的是加大科技创新领域投入,这涉及金融系统的改革等,总体来说只有巨大的投入才能获得可观的成果。剩下三个“新”就是目前很热的“互联网+”概念,或称“工业化4.0”。不过“互联网+”最终的模式是“一将功成万骨枯”,BAT确实崛起,但传统百货公司、商业地产都受到冲击。因此“互联网+”的关键是新供给要创造出额外需求,这种供给才真正有增加值。

不少观点认为,现在中国类似于日本,进入了一个通货紧缩的周期,担心会不会失去十年、甚至二十年,因为公司平台风险、国企风险、银行体系的坏账都是存在的。日本当时经历了一次疯狂的刺激之后,所有东西归于平淡,其中的原因可能是日本进入资产负债表衰退。现在来看中国的资产负债表,总体来说,负债率和发达经济体,比如印度、俄罗斯相比是较低的,不存在整体意义上的资产负债表坏账。

一般来说,经济分为六个部门:企业、个人、政府、商业银行、中央银行、对外部门(中国还有影子银行),有的部门杠杆率比较高,比如地方政府。一旦经济进入负面,债务就会坏死,还有负债率过高的民企(以及国企),比如

有着过剩产能的造船、钢铁企业等等。这些局部循环的领域可能已经遭遇了资产负债表的衰退,这些企业已经在全力避免扩大生产,只是想降低负债,那么有两种方法:第一让他们彻底破产,但这样会很痛苦;第二让他们作为僵尸企业生存下去,就像日本一样,大量僵尸企业、僵尸银行横行。

这就需要所谓“乾坤大挪移”,把杠杆过高的部门杠杆移向其他杠杆不那么高的部门。移杠杆有以下九种方法,简称为“九大移”:地方移中央、平台移央行、财政移货币、政府移居民、国资移民营、传统移新兴。至于金融体系,则需要商行移投行、非标移标准、国内移国外。在移杠杆的过程中富意改革。

(作者系东方证券首席经济学家,陆家嘴沙龙理事会秘书长)



**“34个交易日,股价从7元到87元,并非新股的龙生股份创造A股前无古人,也可能是后无来者的神话。”**

## 神股请你等等我

杨苏

34个交易日,股价从7元到87元,并非新股的龙生股份创造A股前无古人,也可能是后无来者的神话。而且,公司停牌前市值仅20亿元,此次方案将募资76亿元搞其他业务,并且造成实际控制人变更,但既不属于重大资产重组,更非借壳上市,值得小伙伴借鉴。

先是19个涨停,休息几日又是6个涨停,这样的神股让所有投资者心驰神往。但是,股价的狂欢绝非偶然因素造就,特别是通过大宗交易等低价送出筹码的举动,更像是一种印证。

花开两朵,各表一只。一直以来,笔者最喜欢实际控制人发生变更的上市公司。还记得西游记最后一集唐玄奘跌下通天河被船夫救起,从此超凡入圣得登佛道,此谓脱胎换骨!实控人变更,正意味着上市公司之脱胎换骨,股价连续打板儿只是小意思,打开

涨停板稍事休息,再来一波涨停,让市值进行第二次重仓也屡见不鲜。

显而易见,实控人变更成了神股的必要条件之一。先看交易双方的背景。俞氏夫妇2001年创办主营汽车座椅功能件的龙生股份,持有公司近半股权。如果增发顺利完成,先启研究院创始人刘若鹏将持股约44%,成为公司新实控人。龙生股份曾披露,2013年被中国汽车工业协会再次评为“中国汽车零部件座椅(滑轨)龙头企业”。

股权结构为公司之根基。长期手握公司近半股份的俞氏夫妇,半年多来通过大宗交易以及协议转让,大幅减持股份。值得推敲的是,龙生股份于2014年12月30日停牌,而大宗交易发生在停牌前半个月,协议转让则在股票复牌前一天。

具体来看,2014年12月上旬,在公司停牌前半个月,俞氏夫妇通过大宗交易总计减持782.5万股,每股

成交价格为13.58元。2015年3月25日,在公司股票复牌前一天,俞氏夫妇带上了两个女儿,一家四口一起向鹏欣实控人姜照柏、姜雷两兄弟,协议转让3882.5万股,总价7.84亿元,每股成交价格20.2元。

俞老板第一笔交易似乎卖亏了,因为20.2元相较13.58元有近50%溢价幅度,但接手俞老板股份的人才不是“真傻”。作为俞氏夫妇股份买家所在的券商营业部,今年3月发生3次大宗交易,在投资者看来,可以大胆推测是同一人在买卖。

三次大宗交易的每股价格有两个,分别为6.38元和9.44元,成交总额1210万元,相当于从俞老板接手的22%股份已然转手他人。投资者不用计算器,即可知这位要么是喜欢折腾,要么是活雷锋送股童子,要么只是一切按计划进行。

至于是什么计划,笔者无比悲痛地

告诉大家,不知道而且不能在这里乱猜乱写。但只要观察到公司不到2个月的25个涨停板,其中绝大多数涨停当日成交量非常小,可知龙生股份的筹码相对集中,甚至极其集中。瞎想一下,很多操作,还是需要一些成本的吧!

12亿元,这是龙生股份停牌前的流通股市值。如果做个杠杆融资,普通的高净值客户有个小几亿的资金也可实现完美操作。且回到协议转让的那一次大交易,俞氏夫妇以及两个女儿共有58.29%股份,鹏欣系的姜氏兄弟受让21.95%股份,双方协议价格20.2元较当时股价有近200%的溢价。由此看来,恐怕当时股权转让方也没有想到会是10倍涨幅吧!又或者,知道有如此涨幅,心甘情愿与对手方分享?

另外,增发方案是另一大亮点,尽管有实控人变更以及76亿元规模,但是并不属于重大资产重组。有不少投资者不断追问龙生股份,为何2014年

8月刚承诺6个月不进行重组,却在12月就停牌筹划。

不妨把方案切成三步来看。第一步,在停牌2个多月后,2015年3月23日,主营汽车座椅的龙生股份出资100万元,设立深圳市新栋梁科技有限公司,进军超材料智能结构及装备业务领域。第二步,3天后,龙生股份公布增发方案并且复牌。龙生股份计划增发不超过10亿股,刘若鹏旗下公司和达孜鹏欣资源分别掏出41.5亿元、7.5亿元。第三步,通过向新栋梁增资的方式,72亿元募资投向超材料智能结构及装备产业化以及研发中心建设项目,金额分别为57.6亿元、14.4亿元。

去翻翻上市公司重大资产重组管理办法,上述方案不属于办法里提到的资产交易类型。但这个设计并不复杂。有一位业内人士见怪不怪地说,这样搞法现在已经很流行。

(作者系证券时报记者)



**“二季度财政宽松预计将有效发力,但持续性有限。”**

## 投资探底 财政须加码发力

俞平康

4月份工业增加值虽然弱企稳,但投资下滑令人担忧,稳增长财政政策需加码发力,货币政策需进一步宽松,才能遏制经济的下行风险。我们看来,投资下滑的根源在于,房地产销售的回暖还未求得及传导至房地产投资,基建投资的增长无法对冲房地产投资的继续下降,基建投资的发力主要受制于地方债和PPP融资的不力。

我们预计,随着地方债置换的推行和稳增长项目的发力,基建投资的力度将有所回升,同时受货币宽松的

影响,房地产投资的下滑将得到遏制,所以总体投资将在5月出现企稳势头。这与我们2014年四季度初进行的中期预测走势如出一辙。经济在经历今年一季度的加速下滑后,在4月探底,在5月、6月开始企稳。第三季度由于财政发力的可持续性较差,经济仍将陷于疲弱,需由货币政策接力。

我们预计,经济在“稳增长”政策的推动下将在二季度寻底企稳。正如我们在2014年四季度时期判断,经济在一季度会加速下滑,二季度迎来企稳契机。4月实体经济的疲弱超出预期,无论是供给需求的低迷还是通缩

未见改善。在经济触底的趋势下,政策驱动主动刺激需求,基建投资继续维持20%以上的增速以托底经济。同时,货币政策宽松的传导机制逐步畅通,名义利率下行,缓解企业债务风险,并将进一步提升地产销售,从而稳定地产投资增速。

财政政策在一季度受限于寒冷气候、地方债置换方案不明朗等因素制约没有发力,二季度财政宽松预计将有效发力,但持续性有限,一方面受限于2.3%的赤字率目标,总体空间有限;另一方面,地方债低利率发行遇冷,地方政府融资难度增大。短期内

102号文将助力地方债供给落地。其中央行和国开行虽未直接介入,但对贷款部分定向承销仍体现明确的行政化色彩,预计1万亿的置换规模中约有5000至6000亿涉及贷款的置换,发行利率不超过4.5%,对于置换中信托、证券、保险等其他机构融资形成的债务,定向承销方式也可能辅助发行。另外,地方债纳入部分货币政策工具及国库现金抵押品框架,地方债流动性溢价将有所改善,同时商业银行负债端成本有望改善,因此持有地方债的意愿显著增强,此外,央行资产负债率短期内可能迎来扩张的空间,进

一步释放流动性,预计财政政策在二季度将精准、有效发力。

货币政策是三大政策中最基础性政策,将在全年剩余时间内持续给力,降准降息仍是最倚重的宽松政策。央行已明确介入地方债置换进程。先前有央行注资国开行,后有5月12日媒体称将地方债纳入SLF、MLF、PSL的抵押品范围,此举一方面提升商业银行持有地方债的意愿,提高流动性以补偿地方债的低利率,另一方面创造基础货币,创造市场流动性。地产政策将进一步宽松,以托底房地产市场。

(作者系华泰证券首席经济学家)