



【明远之道】

2015年下半年的资本市场大动荡让许多股票投资者认为,牛市已经一去不复返。但这个说法其实并不靠谱。

陈嘉禾

跌宕起伏的2015年就要过去,对于仍然活跃在资本市场中的投资者来说,我们一定变得比以前更强大。2016年,我们需要注意那些问题呢?这里,就让我们来看10个关系重大的资本市场要点。

牛市结束了吗?2015年下半年的资本市场大动荡让许多股票投资者认为,牛市已经一去不复返。但是,如果我们仔细看一下数据,就会发现这个说法并不靠谱。

目前,沪深300指数的PE(市盈率)估值为12.7倍,2007年的最高水平则为50.3倍(Wind资讯口径,下同),中证100指数的两个数字则分别为10.6倍和48.3倍。由此可见,目前市场上蓝筹股的估值仅有2007年大牛市最高水平的1/4到1/5。在这种估值水平下,即认为牛市结束了,无疑是有些问题的。

三个50倍+的估值:但是,并不是所有资产的估值都是合理的。创业板综合指数和中小板综合指数当前的PE估值分别为88.8倍和55.6倍,一线城市房地产的房价/年房租则也达到或超过50倍。高估值对长期回报的损害,必然是难以回避的。

注册制与资产注入:A股市场小公司和题材股票的高估值,在未来可能遭到另一个问题的挑战,即注册制带来的资产注入减少。在审核制的IPO发行体制下,当非上市公司的优质资产准备上市时,通过IPO直接上市的方法会耗费太多的时间,因此许多人会选择将优质资产注入上市公司,而二级市场的股票持有者也由此得到额外的红利。但是,在注册制之下,将优质资产注入上市公司并不比直接IPO来得更快,却要付出额外的代价,这就会导致优质资产注入的减少。

几乎是史上最低估值的港股:目前恒生指数的PE估值仅为9.1倍,恒

生国企指数的PE估值则为7.2倍,几乎是其自身估值历史的最低水平。港股,尤其是资产主要在内地、并享受内地高速增长经济的H股,无疑已经成为优质的投资标的。

AH股溢价:目前,起始于2006年的恒生AH股溢价指数高达135点左右。从该指数过去10年的历史来看,点位显著高于目前水平,仅有2007年和2009年的两个时期。如果说历史会重演,那么在以10年为单位的中长期,H股在整体表现优于A股应当是大概率事件。

债券收益率太低:尽管经济增速仍然没有有效反弹,通胀仍然处在较低水平、央行的货币政策也可能继续宽松,但债券收益率仍然太低了。需要注意的是,不仅是紧跟宏观面的利率债,信用债的收益率也相对较低,并不足以覆盖可能产生的违约风险。在经历了从2013年开始、长达2年的牛市之后,债券类资产的吸引力已经开始

下降。

经济增速反弹:目前,绝大多数投资者都认为经济会继续下行。但是,我们必须考虑到意外的情况,即如果中国经济的增速反弹了,又当如何?而支持这一可能性的最大逻辑,即来自于中国经济强大的内生动力。毕竟,这是一个人均GDP水平还没有迈入发达国家行列、稳定而富有朝气、全球第二大的经济体。

大宗商品会反弹吗:目前,几乎所有从事大宗商品业务的上市公司,其估值都处于历史低点。但是,大宗商品的价格已经下跌了很多。如果这些大宗商品有所反弹,那么估值已经成为地板价的相关企业,就有可能迎来难以想象的上涨。毕竟,仅仅几年前我们还在讨论大宗商品的稀缺属性,不是吗?

学区房制度的思考:目前学区房应当属于价格最贵的房地产。但是,支持学区房存在的制度,却存天生的

不稳定性,即这是一套以父母资产多少决定子女所受基础教育优劣的制度。对于儿童来说,这明显有失公允,并可能遭到社会舆论的抨击。未来这套制度是否会有所变化,学区房的价格是否会永远坚挺,投资者当三思而后行。

程序化交易会式微吗:程序化交易在2015年受到市场舆论的一致指责,一些高频、违反市场规则的程序化交易也受到监管层的严厉打击。但程序化交易会是在内地资本市场就此式微,还是在规则允许的范围下继续发展?笔者以为,后者的可能性更大。毕竟,程序化交易的范围极其广泛,从以毫秒级计算的闪电交易到以月为单位计算的价值发掘性交易都有覆盖,而那些频率更低、更依赖于发掘市场的错误、而不是干扰操纵市场的交易策略,很可能随着内地资本市场的成长,继续发展壮大。

(作者系信达证券首席策略分析师)

## 融资导向下的新三板分层设计

桂浩明

酝酿了许久的新三板分层问题,终于有了眉目。日前有关方面公布了新三板分层的基本设想,也就是按照一定的标准,将在新三板设立基础层和创新层,挂牌公司根据实际情况自行被安排到对应的层次。在不同的层次中,所获得的政策支持力度是不同的,创新层将受到相应的倾斜。

新三板作为场外市场,其特点就是基本没有门槛,重点扶持还处于成长初期的小微企业发展,为其在市场上融资服务,并且为其股东提供相应的退出渠道。也因为这样,新三板的扩容速度是相当快。仅仅两年时间,如今挂牌公司的数量已经超过4000

家。如此多的公司集中在新三板交易,难免让投资者有“乱花渐欲迷人眼”之感,因此如何为投资者在收集挂牌公司信息上提供方便就成为一个重要的课题。

从另外一个角度来说,挂牌公司多了,也就会自然地依据一定的方式形成各种板块,特别是因为新三板挂牌公司在规模以及盈利能力等方面相互差异很大,在交易过程中投资者也自发地予以分类。这些状况的存在,事实上提出了对新三板进行分层的要求。现在相关方案出台,这也是顺应市场潮流,满足投资者需要,推动挂牌企业发展的需要。

从这次设计的分层标准来看,依据不同区域的具体情况,安排了三套

标准,目的是要让那些或业绩优异,或成长性突出,或流动性良好,并且具有一定规模的企业能够进入到创新层。据有关专业人士估算,时下大约有600家挂牌公司符合进入创新层的要求,客观上这些企业大都是新三板中比较受人关注,并且被广泛看好的公司。对这样的公司来说,其在新三板中的最大诉求,无非就是能够在融资上得到方便,以加快企业的发展。

现在看来,进入新三板的创新层后,最大的好处也确就在这里。相关文件已经明确表明,对创新层企业的融资与再融资将作出适当的政策倾斜,包括储架式发行等系列创新手段,都会优先在创新层中得到实验和推广。今后,人们很可能会看到这样的一

种图景:一些符合进入创新层的企业,在新三板挂牌的同时就能够比较容易地进行融资,从而实现了所谓的“小IPO”。其在挂牌后很有机会获得更多的再融资机会,这对于那些处于成长初期的企业来说,的确是一种莫大的支持。这里,小微企业在新三板中的融资功能将得到极大的发挥,而新三板在体现支持“全民创业、万众创新”方面的积极作用也就得到充分体现。也许,在这里人们也清晰地看到,这次新三板的分层设计,在很大程度上体现了以融资作为导向的特征。当然,从新三板本身的定位来说,这样做也有其必然性。毕竟其历史使命之一,就是成为小微企业的孵化器。

当然,新三板的功能并不仅仅是

融资,还包括推动企业改制,促进企业的收购兼并。同时,作为投资者的一条退出渠道,虽然其本身不以组织活跃的交易为目的,但也应该保证有一定的流动性。在这些方面的要求,目前的分层设计考虑并不太多,而且从发展的角度来看,现在只分两个层次,似乎也少了些,以后完全可以更加丰富。人们希望,通过这次分层的实践,新三板能够有更大的发展,不仅仅是在数量的扩张上引人注目,更是能够有效地发挥以融资为重点的各种功能,以资本的力量来推动企业的发展,让中国的多层次资本市场尽快地完善起来。

(作者系申万宏源证券首席分析师)

## 恒大人寿惊艳亮相亚冠 背后商业轨迹浮现

吕锦明

近期的中国足坛乃至亚洲足坛上,最为广大球迷津津乐道的当属广州恒大在亚洲足球俱乐部冠军联赛上实现“两连冠”。这是继不久前勇夺今年中超联赛冠军、实现“五连冠”后,广州恒大这个中国足球界的豪门俱乐部所获得,最令中国足球迷兴奋和欣慰、更令饱受诟病的中国足球为之一振的辉煌战绩。

作为广州恒大的热心球迷,笔者留意到这场亚冠杯王者之争中,此前长期“霸占”恒大球员战衣胸前黄金广告位的“东风日产启辰T70”,在这场重要赛事上被换成了“恒大人寿”。

这被媒体评论为“许家印式营销”在恒大旗下新军身上的又一次体

现——此前,恒大冰泉、恒大粮油、恒大咋哇熊乳业等也曾以同样方式惊艳亮相。这一次,许家印及恒大进军保险业的决心也得到全面展现。

说到靠地产发家的恒大“有钱”,这是目前大家公认的。但其有钱任性的状态还能持续多久,这是个问题。国际评级机构标准普尔最新发表的研究报告称,目前内地各大开发商都有足够的土地储备,今年前10个月新增土地储备按年下跌34%。标普指出,在目前内地土地价格高企之下,该行覆盖的具评级资格的开发商中,有65%的利润率在今年上半年有恶化的迹象。

显然,恒大对于这家长期亏损的寿险公司仍乐意豪掷重金,是看到了保险业巨大的发展空间。早前,许家印曾公开表示,恒大集团的发展基本格

局是以房地产为基础,互联网金融为两翼,带动相关产业高速跨越发展时期。从恒大近期的资本运作情况看,恒大与保险“联姻”的意图很明显:今年4月,恒大与中国人民保险集团签署战略合作协议,约定在商业保险、养老产业、健康管理等方面开展多层次合作。

一般来说,保费流入保险企业后,大多是直至保单到期才会被释放出来。由于保费流入和保单到期的时间间隔很长,意味着保险公司手上长期拥有巨额的沉淀资金。因此,这些资金有望为恒大地产业务提供低成本融资支持,未来恒大就可以直接动用险资展开大规模收购,降低地产公司的资金消耗,从而实现负债率的降低;同时,保险资金也有利于恒大地产业务更快实现轻资产运营。

由此看来,广州恒大在球衣上植入“恒大人寿”,正是许家印对恒大系运营意图的指向——恒大需要找到一头“超级现金奶牛”来支撑其多元化的发展战略。恒大人寿高调亮相后,恒大地产在随即发布的公告中印证了这一点。恒大地产在公告中表示,本次收购是公司进军保险业务的战略部署,强调目前内地的保险业已步入高发展期,保险牌照独特的投资价值;同时,恒大人寿亦可以使用恒大集团的资源发展,与集团旗下地产业务形成战略互补,有利于加强公司在地产行业的竞争力。

实际上,地产开发商跨界进军保险业已不是新闻。早在2009年,星河地产就成为阳光保险第二大股东。星河地产总裁姚惠琼曾表示,未来房

地产市场有可能萎缩,但保险行业是朝阳产业、国家支持的产业,通过有限的投入将能撬动的或许是类似平安集团的万亿帝国,保险业的高成长性还能为房地产企业带来稳定的现金流。

国内房地产行业在经历了黄金发展期后,在利润渐薄、成本高企、竞争加剧的情况下,行业处于大裂变的前夕,跨界、整合、多元化发展等成为其经营拓展利润的重要方式。回头来看恒大的多元化发展历程,从2010年投资足球、恒大音乐、矿泉水等项目,再到近年来先后成立了恒大金控、恒大互联网等,许家印率领恒大在寻求多元化发展的道路上进行了大胆的尝试,其发展兴衰成败值得同业或其他行业关注、研究和借鉴。

(作者系证券时报记者)

## “一带一路”战略需知己知彼

宋清辉

“十三五规划”建议中,“一带一路”被多次提及。这一概念写入五年规划,可见得到了政府高度的重视。自“一带一路”得到社会各界的广泛关注后,也成为资本市场追逐的热点。但从实际情况看,其建设并非一帆风顺。

目前中国企业已经遍布世界各个国家和地区,但这些企业布局分散,没有形成能够实现共同成长的供应链。尽管我们都知道“一带一路”市场广阔,但这并不意味着市场上能为人所利用,就好比我们知道数千米的深海下有些丰富的矿产资源,而我们当前的技术能力限制了我们的开发。

虽然“一带一路”的建设具有长期性,经济效益不会立刻释放,直接参与的企业将直接受益,但“一带一路”沿线国家局势的紧张、战争的不可抗拒性、社会的不稳定是阻碍其经济发展、外部投资的一大难题。任何政府暂时都难以克服这一问题。在这种背景下,中国企业想凭借自身力量在异国单打独斗几乎是不可能完成的。

不稳定性是“一带一路”战略中最大的风险,这种不稳定性来自地缘政治、宗教信仰、文化差异、民族习惯、法律不同等一系列因素。若在战乱背景下,即便中国企业在海外投资的意义再大,笔者相信任何企业都会将员工的生命放在首位,这也是企业的责任。

笔者看来,政府是保证“一带一路”正常建设、发展的最关键力量,且坚强后盾。在我国经济增速数十年位居全球第一、综合国力不断增强、科教文卫水平不断提升的过程中,军事力量达到世界领先水平的前提下,越来越多的国家和地区不得不向中国“示好”。在当前世界尤其是中东环境复杂多变的情况下,国家实力的提升产生的威慑力量能够帮助中国企业更有勇气、有底气、有底气参与到“一带一路”的建设中去。

对中国企业而言,发现机遇的同时还需要认识到风险,但也不要因为恐惧风险就对“一带一路”沿线局势的不稳定、不确定性而退缩。国内此前

的“走出去”战略主要是劳务输出,而“一带一路”的战略是混合型投资,即除了劳动力之外,还有有形及无形的生产材料,投资难度无疑将会加大。由于国别不同、民族不同、文化不同、法律体系不同,投资过程中会必不可少发生一些冲突。

这就要求中国企业在“走出去”之前,需要了解所在投资国家的政治理念以避免冲突,了解对方的法律制度以避免各种政治上的相关风险,了解对方的融资模式以避免未来的股权纠纷,以及了解对方的贸易保护模式以防中国企业“哑巴吃黄连”。

由于“一带一路”战略建设周期非常长,中短期投资回报可能不太明

显,而且还可能面临投资无法回收的风险。这种风险一方面来自于企业自身对项目的认知,不同国别认知能力、消费意识、投资风格有差异,项目建成之后的是否具备盈利能力还有待考量;另一方面,对方在项目建成之后能否背信弃义,导致企业颗粒无收的可能性是存在的,企业也需要有应急预案策略。另外,当局局不稳、战乱发生之时,资金、物力该如何处置回收同样是一大难题。

因此,笔者看来,中国企业在步入“一带一路”的过程中,有必要寻找合适的保险企业进行合作,尽可能降低各种不可抗因素导致的损失。

(作者系知名经济学家)



【一缕清辉】

由于“一带一路”战略建设周期长,中短期投资回报不太明显,还可能面临投资无法回收的风险。