2020 年 8 月 24 日

中国市场策略

创业板历史性改革：如何交易，及其意义

洪灏, CFA
hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802
研究部主管

有“中国纳斯达克“之称的创业板将于周一启动历史性的改革。创业板上市将实行注册制，日内股价波动上下限将从 10%提高到 20%。去年，科创板也曾进行了类似的改革，并且取得了巨大的成功。尽管科创板的规模有限，但受到这一成功先例的鼓舞，创业板也整装待发了。下周计划在创业板首发融资规模已经超过了 200 亿元。随着中美两国在科技领域的竞争不断升级，这次改革对于中国而言意义深远。毕竟，要技术领先就需要资金——而且是大量的资金。

但人们还是担心创业板以及整体市场会对在改革开始的第一天作出何种反应。从历史上看，每一次中国股市交易规则的变化都曾加剧短期市场波动。例如，1996 年 12 月开始实行到现在的每日 10%的涨跌停板：在这个涨跌停板规则实施的第一天，市场曾大幅下挫。鉴于当前的创业板改革对于中国在全球环境下的重要意义，人们激动的情绪一斑全豹。

在这次历史性改革的前夕，我在我的实名认证微博上做了一个在线调查，以测试一下市场的情绪。这个调查收到了近一万个投票。调查结果显示，市场意见分歧很大，因此也无法作出结论性的评论。然而，鉴于创业板自 2019 年初以来的强劲表现，存在着明显分歧的调查结果与之前交易的热情相比，市场对于改革首日表现的反应是谨慎的。

我们认为，市场不应过分关注改革首日的表现，并以此来判断改革是否成功。中国的市场改革正在提速。市场改革就是要让市场来决定价格，从而更有效地配置资源。改革的最终成功不太可能会被马上感受到。例如，去年科创板启动改革时，我推荐了科创板的投资机会。虽然当时市场共识因为科创板估值过高而质疑我的推荐，但是一年后的事实证明，科创板是一个很好的投资机会。

不出意料，创业板是由流动性推动的。从市场回购利率不断下行的势头可以看出，自新冠疫情以来，央行放松了货币政策(**图表 1**)。充足的流动性将创业板的市盈率推高到了 70 倍左右，基本上与 2015 年 7 月 A 股泡沫破裂后的水平相同。此后，创业板指数的下行趋势一直延续到 2019 年初。在当下如此高的估值水平上，创业板已不再是一个价格发现机制，而更像是一个投机的场所。如是，如果市场改革成功的话，那么改革应该将整体估值调整到更符合经济基本面的一个较低水平。也就是说，股价和估值的下跌才是改革成功的证据，而不是股价的上涨——这是与常理相悖的。

尽管如此，正如我们前面讨论过的，创业板改革将是中国与美国技术竞争的宏伟计划中的一个重要组成部分。鉴于人们普遍认为，改革成功与否往往取决于市场的最初反应，即便这种对于首日表现的痴迷根本不合逻辑，首日表现不佳还是要尽力避免的。因此，如果情况需要，“看得见的手”还是可能会进行干预。但在一个高估值的市场中，“看得见的手”如何才可以在不进一步扭曲市场、避免改革马失前蹄的限制条件下发挥作用呢?

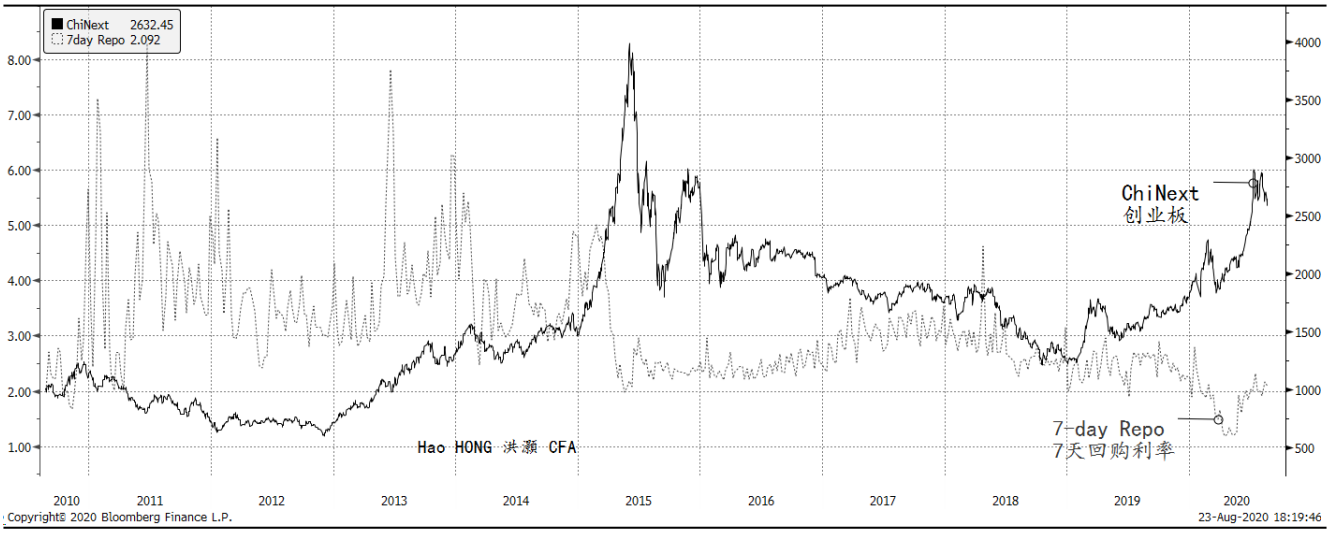
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

我们的量化分析显示，虽然创业板的整体估值较高，但最贵的股票与最便宜的股票之间的估值差异非常大。事实上，两组股票之间的估值差距已经飙升至历史极端（**图表 2**）。然而，创业板指数估值的中位数却处于其历史的平均水平（**图表 3**）。此外，我们还注意到最贵的股票的市值大约仅占整体指数市值的四分之一。简而言之，如果形势不理想，“看得见的手”还是有支撑指数的空间的。

总之，创业板估值高，已经不再是一个有效的价格发现机制，而更像是一个投机的场所。央行的货币政策将继续在复苏的早期阶段为经济提供支持。在流动性仍然充沛的背景下，市场投机行为不太可能很快地消散。因此，如果市场改革的目标是更有效地设定市场价格，那么原则上应该是去调整股价。当下的市况里，股价的下跌，而不是股价的上涨，才是市场改革是否成功的真正标志。尽管如此，鉴于创业板改革是中美战略角力蓝图的重要组成部分，传统智慧还是会希望看到比较好的初始表现，以提振全民信心的。鉴于创业板内部的估值差异化，如果情况需要，“看得见的手”还是有空间买入估值较低的股票，以支撑创业板。市场交易员应该也深谙此逻辑，因此也很可能会企图抢跑“看得见的手”。

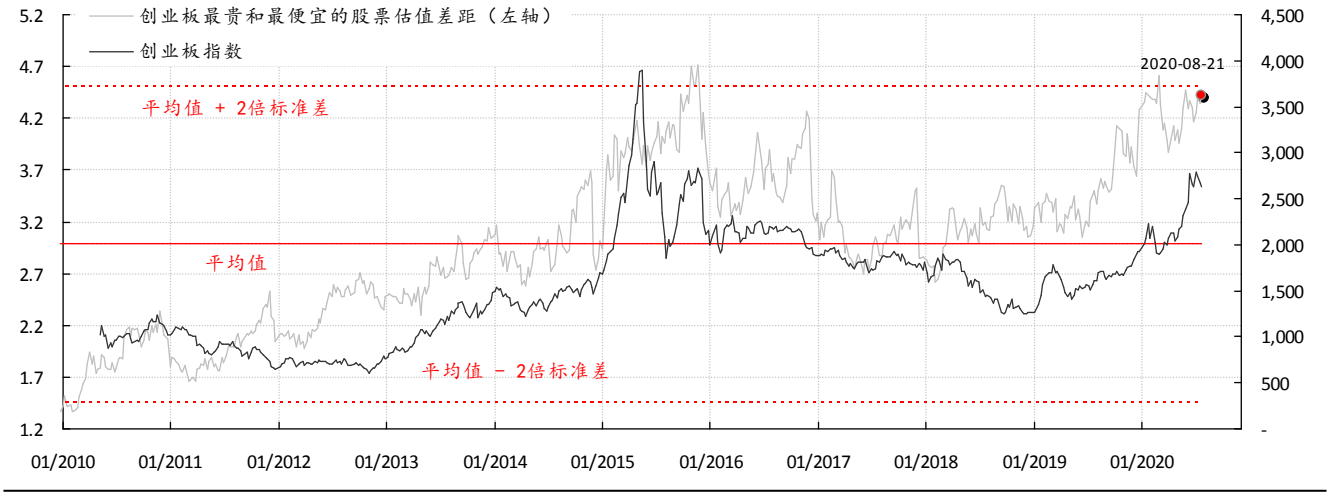
基于此博弈的逻辑，再加上“看得见的手”的帮助，创业板的表现反而有可能会好于预期。随着估值较低的股票获得买盘支持，我们这段时间以来一直在宣扬的价值投资原则可能会更被市场所接纳。

图表 1: 创业板受流动性驱动



资料来源：彭博，交银国际

图表 2: 创业板最贵和最便宜的股票估值之差达到了历史最高点



资料来源：FactSet，交银国际

图表 3: 总体而言，创业板估值中位数仍处于历史平均水平



资料来源：FactSet，交银国际

近期报告

20150420	肖钢、小川和丁蟹	20180409	因战而战
20150506	调教“人民日报牛”	20180423	大国博弈
20150511	降息如期而至；历史会否重演？	20180521	2018 年下半年展望：乱云飞渡
20150528	“5-30”：以暴跌纪念暴跌	20180614	中国投机权威指南
20150616	伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟	20180703	何处是底
20150624	“钱荒”纪念日	20180723	反弹和见底
20150629	央行双降又如何	20180813	向政策再借一命
20150702	证监会平抑市场波动	20180903	中美周期的冲突
20150706	各部联合出大招又如何？	20181029	救市会成功吗？
20151026	央行双降，市场抉择的时刻	20181119	2019 展望：峰回路转
20151109	重启 IPO：魔鬼的细节	20190201	峰回路转：狗年的教诲
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件	20190301	融资牛路在何方
20151130	市场的三个极端	20190311	谁在买？谁会再买？
20151209	2016 年展望：资产慌	20190322	市场确认了一个重要的拐点
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化	20190408	卖方研究员的自我修养
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次	20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20160108	熔断机制暂停又如何？	20190506	策略的沉思
20160115	超卖的修复	20190514	“战争”与和平
20160121	软弱的对手盘	20190530	2019 下半年展望：贸易摩擦的代价
20160125	稳定一个不稳定的市场	20190628	投票的艺术
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪	20190920	中国市场预测权威指南
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限	20191111	展望 2020：静水流深
20160301	增长乏力，则股市疲软	20191230	展望十年：长波中的退潮
20160307	两会周期小阳春	20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20160321	历史性的市场分歧	20200210	新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本
20160418	周期的假像	20200224	放水符
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔	20200228	瘟疫咒
20160606	市场见底：何时何地	20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望	20200303	周期的韵律
20160627	脱欧后，如何交易中国	20200305	市场危机中，你应该问的问题
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元	20200309	股市韭菜主义
20160822	市场盘整	20200310	中国是“避风港”吗?
20160912	最拥挤的交易	20200316	中国式抗疫
20161114	特别报告：价格的革命	20200320	周期之美
20161206	2017 年展望：微妙的平衡	20200323	希望和奢望
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？	20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动	20200330	估测中国失业率
20170324	中国经济周期权威指南	20200406	周期已经见顶，帷幕缓缓而落
20170413	市场价格失灵	20200409	桑德斯的传奇
20170524	新监管下的风险重新定价	20200416	社会的割裂
20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命	20200420	亚洲强国：市场运行至一个历史性转折点；中国将开始长期跑赢
20170621	A 股入摩：历史性时刻后的思考	20200428	创业板注册制又是一次重要的市場改革
20170714	突破“三套牢”	20200610	2020 年下半年展望：潜龙欲用
20170828	中国经济周期权威指南之二－新高	20200616	美联储垃圾回收计划
20170829	“心”周期	20200706	牛市归来了吗?
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱	20200713	与牛共舞
20171204	2018 年展望：无限风光	20200720	3500
20180131	狗年：2017 年的领悟	20200727	政策的信号
20180207	市场危机	20200803	新世界格局里的“双循环”
20180323	非常规贸易战	20200810	中美角力对股市的影响
20180326	1987	20200817	节约粮食的意义

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、中汇集团控股有限公司、煜盛文化集团、鑫苑物业服务集团有限公司、新力控股（集团）有限公司、金川集团国际资源有限公司、中国天宝发展集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、华立大学集团有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、康宁杰瑞生物制药、保利物业发展股份有限公司、旷世控股有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、上海建桥教育集团有限公司、中关村科技租赁股份有限公司、北京乐享互动网络科技股份有限公司、富石金融控股有限公司、兴业物联服务集团有限公司、九尊数字互娱集团控股有限公司、常达控股有限公司、奇士达控股有限公司、康方生物科技（開曼）有限公司、京东集团、青岛控股国际有限公司、永泰生物制药有限公司、港龙中国地产集团有限公司、新娱科控股有限公司、大山教育控股有限公司、虎视传媒有限公司及渤海银行股份有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。