一二级市场估值倒挂

A股频现“面粉比面包贵”

经济日报·中国经济网记者 周 琳

财富视线

“一二级市场估值倒挂现象与资产端、资金端、退出渠道、交易结构、市场成熟度等多种因素有关。少数私募股权基金痴迷于在企业上市前后突击入股、快进快出也推高了一级市场价格——

今年以来，一级市场“热钱”规模增速明显高于投资案例增速，资本追逐热点导致少数未上市的明星企业估值吸金能力增强，整个一级市场的估值水平亦随之水涨船高。相比一级市场的火爆，二级市场的表现“暗淡”不少。一二级市场估值倒挂、“面粉贵于面包”的现象开始增多。

所谓估值倒挂，即新股、次新股在二级市场的表现远逊于一级市场，部分在一级市场饱受追捧的明星企业到二级市场后股价破发。如何看待这种冷热不均的现象？置身两个市场的投资者又该如何规避风险？

多因素致使估值倒挂

今年3月份，中国证监会对新技术、新业态、新模式等“四新”企业开辟IPO快速通道，放宽审批时间和盈利标准，走“即报即审”的特殊通道。如此政策红利下部分明星企业备受资本市场青睐。

根据36氪统计，2018年以来虽然一级市场私募基金数量和基金规模同比下滑59.5%和43.2%，但整体而言，市场并不缺钱。真格基金、红杉资本、IDG资本等头部机构投资动作依然频繁，传统热门行业金融、交通、物流、医疗等行业维持高景气度。另据清科研究中心统计，近3年国内股权投资金额同比增速明显高于投资案例增速，整个一级市场的估值水平2014年至2017年增长了3.2倍。

相比一级市场的火爆，二级市场的表现则“暗淡”不少，新股及次新股跌破发行价现象并不鲜见，甚至出现了一些细分行业的龙头上市公司估值没有一级市场同行业第四五名估值高的情况。

Wind资讯统计，截至12月5日，2018年以来上市的约100只新股中已有超过5只破发，其中不乏地素时尚、工业富联、华宝股份等明星股。2018年次新股集中破发，与上市最高价相比，89只个股累计回调幅度在20%以上，占比超九成，其中40股回调幅度在50%以上。次新股上市至破发所需时长明显缩短，非银金融、纺织服装和建筑行业次新股成破发“重灾区”。

在港股方面，新股破发已成为“家常便饭”。截至12月5日，今年港股共发行上市超过173家公司，多于2017年全年发行新股水平(168家公司)，这些新上市的公司中有超过六成收盘价(后复权)低于发行价。小米、平安好医生、汇付天下、猎聘、中国铁塔等都曾破发。

国泰君安分析师刘易认为，估值倒挂现象与资产端、资金端、退出渠道、交易结构、市场成熟度等多种因素有关。在资产端，一级市场的优质未上市项目稀缺，“幸存者效应”导致头部项目往往能够拿到不成比例的大额融资；在资金端，近年来股权投资市场“热钱”增速明显高于投资案例增速，“资本寒冬”下仍存在较为可观的存量可投资金，与A股资金紧缺现象对比鲜明；在退出渠道方面，“减持新规”及新股发行审核趋严导致一级市场退出渠道减少；在交易结构方面，一级市场的交易频率低且市场不透明程度高，造成估值回调速度相对滞后于二级市场；在市场成熟度方面，一级市场对企业的承托和融资支持力度大大高于从前，部分明星企业上市前“融资热度”高于上市后。

交银施罗德基金首席策略分析师马韬认为，形成一二级市场估值倒挂的主要原因是二级市场估值下滑过快，尤其是互联网经济为代表的新兴产业，而一级市场因为流动性远不如二级市场，估值调整较慢，部分对标海外股市尤其是上半年仍较强势的纳斯达克市场，使得二者估值倒挂；其次，二级市场新增资金占存量资金比例远小于一级市场，一级市场新增资金进入现有机构之后继续抱团推高估值；此外，国内二级市场供给相比一级市场更为充分，一级市场资本淤积现象仍较严重。

三类投资机会值得关注

估值倒挂的“面粉比面包贵”现象，还与私募股权基金自身的发展模式密切相关。如是金融研究院院长管清友认为，过去，少数私募股权基金痴迷于Pre—IPO模式、上市公司+PE(VC)的模式，意在企业上市前突击入股、快进快出。这类模式看似能够低风险、赚快钱，但实际上违背了风险投资作为长期资金的准则，推高了“面粉”的价格，增加了企业上市后的破发概率。一二级市场价格倒挂现象是资本市场发展过程中的正常现象，随着私募股权市场的不断成熟，留给投资人的类似Pre—IPO的“印钞机”业务会越来越少，投资人更应该深化内功，提高选择标的的专业能力。

不过，估值倒挂现象并非完全一无是处，也蕴含着投资机会。刘易认为，首先，对一级市场的投资者而言，部分上市公司大股东因股权质押爆仓、深陷债务危机选择出售股权，国有资本和私募机构可通过特殊基金方式参股或控股，一些被严重低估的细分行业龙头，或是暂时陷入“财务困境”的上市公司有望通过资源整合实现盈利改善和估值修复，这是市场“抄底”的机会。

其次，对二级市场的投资者而言，可关注“上市公司举牌上市公司”新动向带来的事件驱动型投资机会。目前A股已出现多起上市公司举牌上市公司的现象。根据媒体不完全统计，年初至今，约有40家上市公司被举牌，其中不乏举牌双方均为上市公司的案例，如格力电器举牌海立股份、中曼石油举牌神开股份等。

再次，部分传统上市公司已成功孵化出互联网项目乃至明星企业，虽然在一级市场获得很高的估值，但并未在二级市场完全体现出来，一二级市场估值传导时滞可能存在错价、“错杀股”的投资机会。以中国平安为例，过去约10年里累计投入500多亿元研发金融科技、医疗科技、人工智能、智慧城市等创新科技，内部孵化出陆金所、金融壹账通、平安医保科技、平安好医生等4家明星企业。从股价表现来看，以2010年年初为基准，中国平安股价涨幅成功跑赢保险板块，因明星企业估值提升收益效应明显。

促进估值回归合理区间

一二级市场长期估值倒挂并不是正常的融资现象。虽然两个市场的流动性和信息透明度不同，估值体系也存在较大差异，但两个市场仍然存在较强联动效应。一级市场长期“泡沫化”可能导致部分行业发展不健康，而二级市场持续低迷，则有可能影响私募股权机构参与积极性。此外，由于两个市场存在一定相关系数，一级市场和二级市场的整体交易平均估值可能出现同涨同落的情况，乐观情绪和悲观情绪均可以向彼此市场蔓延。

马韬认为，要进一步增加私募股权基金退出通道，让一级市场的私募股权基金没有理由再通过突击入股等模式赚快钱，目前一二级市场的泡沫，同时加强风险投资教育，鼓励私募基金行业优胜劣汰，改变管理人多、小、散的局面。同时，解决一二级市场估值倒挂还要从投资标的和资金供需出发。首先是二级市场估值尤其是中小创板块为代表的新兴行业估值逐渐逼近历史大底，随着增量资金进入，估值向上修复概率更大；而一级市场的对标企业刚经历调整，二者估值将相向而行。随着科创板等多层次资本市场机制逐渐形成，一级市场退出通道被顺利打开，资金淤积在存量头部标的的格局有望得到缓解，退出渠道的打开可能会使得创投机构失去一部分估值调整的利润，但资金周转率提高也将提高创投机构的回报。

投资眼

明年A股仍需把握结构性机会

□ 李津津

今年以来，在内外部因素下，A股走势持续承压。其间，上证综指跌破2600点创下近4年新低。A股破位下行的逻辑是什么？影响未来A股走势的关键影响变量是什么？未来A股又将如何演绎？

首先，宏观基本面走弱背景下企业盈利增速放缓是影响本轮A股调整的核心变量。根据DDM(股利贴现)模型，企业盈利是决定股价走势的核心变量，虽然其与股票市场走势历史上出现过三次背离，但近年来逐渐回归同步。前三季度，A股上市公司中近四成公司净利润同比呈现负增长，较中报看各板块盈利增速更是多数下滑，对A股走势形成拖累。

其次，风险偏好持续走低带来估值下跌是影响本轮A股调整的主要逻辑。无风险利率和风险溢价共同反映企业估值水平，近年来其对A股波动的影响大于净利润。

再次，宏观流动性二次分配向A股传导不畅是影响本轮A股调整的重要背景。年初以来为应对经济下行压力，在宏观杠杆率得到有效控制的背景下，货币政策强调保持流动性合理充裕。然而受制于A股盈利下行周期及风险溢价提升，宏观流动性在二次分配过程中向A股市场传导不畅，A股目前交易额占总市值的比重下跌至7%左右。

对于A股未来走势，需关注三大核心变量。一是宏观经济基本面。经济基本面影响企业盈利水平，这是影响A股走势的基础。下半年以来，多项促进基础设施投资稳定发展的政策措施相继出台，然而基建投资托而不举，回升幅度有限。受土地购置费增速放缓影响，房地产投资将承压。制造业投资增速虽连续8个月回升，但受工业企业利润放缓影响，企业投资意愿下滑，未来驱动力量可能会有所减弱。

在估值具备扩张基础上的风险偏好变化，对A股影响至关重要。目前，在全球主要股市中，A股估值的绝对水平处于相对低位，未来估值扩张的基础已经初步具备。美股波动虽影响A股情绪，但随着A股纳入MSCI和富时罗素指数，更好的估值盈利匹配度也使得A股的吸引力持续上升。

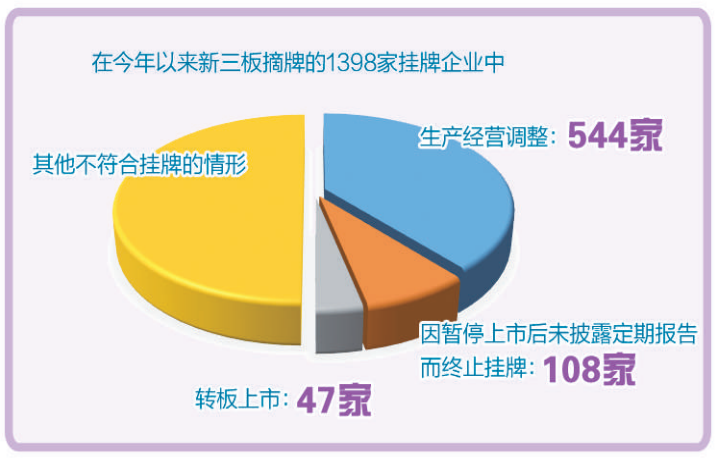
稳增长与强监管再平衡下的流动性变化对A股影响深远。经济增长下行压力下，未来将更加注重把握好结构性去杠杆、强监管和稳增长的平衡。从监管部门密集出台多项并购重组政策，到减少交易环节不必要干预，在这样的背景下，未来养老金、保险、理财等更多增量资金将有望流向股市。

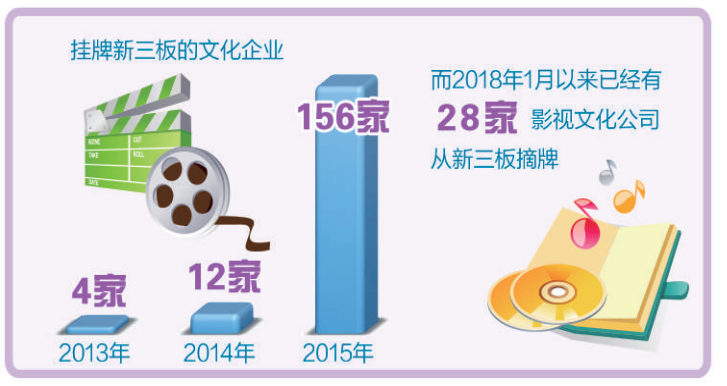
综合来看，2019年在政策利好、流动性改善和估值低位等基本面支撑下，结构性机会将多于2018年。

此外仍需关注两大风险。一是外部贸易摩擦以及全球流动性收紧的风险。近期摩擦缓和信号释放并不代表风险完全释放，这将掣肘国内风险偏好上升。流动性收紧带来的美股回落也会引起全球股市联动风险。二是国内经济下行压力带来A股盈利持续承压的内部风险，2019年A股的主要矛盾将由风险偏好下行转向盈利下行。

数据来源：东北证券

新三板企业挂牌数连降9个月





油价下跌缓解通胀压力

□ 周茂华

财眼看市

低油价有助于降低企业成本、增加企业效益，对于目前信用利差维持高位的情况下，企业盈利前景改善或在一定程度上利好信用

近期，国际油价连跌7周，布伦特原油期货价格由今年10月3日高点86.29美元/桶下滑至11月30日的59.09美元/桶，跌幅超过3成，该价格也创出13个月新低。

原油价格跌跌不休，主要受三方面因素推动。一是原油供给过剩预期持续发酵。今年三季度以来，在美国页岩油产量上升、主要产油国无意减产等因素影响下，市场对原油价格供给过剩预期持续发酵。二是美元走强。美国经济相对其他经济体增长强劲，非美货币持续走弱，美元上升对原油价格构成抑制。三是交易情绪影响。8月中旬市场普遍预期布伦特原油存在突破100美元/桶的可能，但时隔两个月不到，原油价格就急转直下，情绪因素在其中起到关键作用。

国际原油在短期价格水平再度大幅下挫的概率偏低，但并不意味着原油价格就此展开反弹行情，未来3—6个月布伦特原油价格或在每桶50美元至75美元附近波动。在低油价情况下，有哪些投资机会涌现？

从中微观层面看，低油价对国内行业企业影响存在两面性，对于能源供给方面，例如，能源勘探、开发、贸易为主要盈利模式的企业，低油价将压缩这些行业企业的利润空间；但对于那些将原油作为投入的行业企业而言，低油价将降低其运营成本、增强盈利能力与竞争力，例如：航空与物流交通运输业，汽车行业，中下游化工，农业行业等。

比如，对交通运输业来说，燃油支出约占航空公司成本的三成左右，低油价将直接提振航空公司的盈利表现。对物流业来说，由于物流业竞争加剧，能源成本支出对物流企业盈利也构成影响。对化工行业来说，那些将原油作为中间产品投入的行业，如原油中下游化工产品，烯、苯等基本化工原料，合成化纤、合成橡胶等有机化工原料，还有农用化肥等，低油价有助于降低这些行业的成本。但是，企业受益程度与企业在产业链中的议价能力有关，其中拥有核心技术和规模效益的企业受益相对大。

对于消费来说，理论上低油价有助于降低家庭能源消费支出，抑制通胀，增强家庭消费支出能力；同时，从商品互补性看，低油价有助于降低能源消费成本，刺激汽车等耐用消费品的需求。但低油价对新能源行业发展构成冲击，由于新能源的技术与普及仍有待提高，原油价格长时间维持低位或挤压新能源需求。

低油价对债市影响主要体现在两个方面：一是降低通胀压力。低油价将降低物价上行压力，市场对于央行收紧政策预期降温。二是缩窄信用利差。我国是以工业制造业为主的经济体，民营企业在制造业中的比重大，低油价有助于降低企业成本、增加企业效益，对于目前信用利差维持高位的情况下，企业盈利前景改善或在一定程度上利好其信用。

此外，低油价有助于降低欧美通胀压力，欧美主要央行的政策收紧步伐或将有所放缓，其对新兴市场的外溢性减弱。低油价还将带来能源支出减少，保持外汇储备稳定，也有助于人民币汇率稳定。

责任编辑 梁 睿

美 编 夏 一 高 妍