

# 白马股遭遇“估值杀” “真成长”料现新行情

□本报记者 李良



## 白天鹅秒变黑天鹅

白马股股价步入下行通道,并非始于“五一节”前后。早在今年1月, 诸如格力电器等去年涨幅惊人的白马股就已出现连续抛售,股价节节下挫。但击碎投资者幻想的最后一根稻草, 显然是2017年年报和2018年一季报披露后白马股此起彼伏的暴跌。短短一周多时间,白马股的“保护色”褪去,估值溢价的基础动摇。

上海某基金公司权益投资部总监认为,从股市运行规律分析,白马股今年以来的频频重挫,对应的是去年波澜壮阔的上涨,其实是一个正常现象,但在市场情绪影响下,会有阶段性放大的现象。他表示,去年底有很多基金经理提醒投资者,白马股估值进入“泡沫区”,继续上涨将脱离基本面,投资进入到不确定性的博弈阶段。但当时市场情绪较为亢奋,对于这些提醒并不在意。

事实上,中欧基金王培此前接受中国证券报记者采访时指出,白马股估值重构或告一段落。在2017年白马股整体从估值相对折价到相对溢价,完成了估值国际化提升到跨年风格切换的跳跃。其作为一个整体,在2018年本身的超额收益空间并不大,而风险则存在于各个层面,包括公司事件、政策影响、行业周期变化等。

一些基金经理观测到,此番白马股股价暴跌的同时,成交量骤然放大,资金离场现象明显。以格力电器为例,在2017年年报宣布不分红后,预期落空导致短短两个交易日内,二级市场成交量超过270亿元。中信保诚基金量化投资部副总监杨旭指出,在去年一波强劲上涨之后,低估值蓝筹股普遍走到高位,资金流出明显,而且在诸多风险事件爆发后,低风险偏好投资人有离场迹象。

## “买点”还是“拐点”？

在连续杀跌之后,白马股不再享受估值溢价成为市场共识。新的问题随之而来:放量下跌后,目前价位的白马股究竟是提供了低位入场的“买点”,还是出现指明方向的“拐点”？

在采访中,记者可以明显感受到,虽然此前早有心理预期,但对于下跌速度之快、成交量之大,许多基金经理还是措手不及。在他们眼里,二级市场股价波动的超预期,比业绩变化超预期更需要关注,而演变成投资策略,却在不同基金经理间出现了明显分歧。

部分对风险控制敏感的基金经理选择了控制仓位、规避风险。海富通基金经理黄峰对记者表示,今年的市场环境相对复杂,针对当前市场存在的不确定性,可考虑调减部分仓位以应对风险的发酵,同时采取相对均衡的配置。

但在依旧重兵驻扎白马股的基金经理看来,市场显然有些反应过度。上海一位偏股混合型基金经理向记者表示,从理性角度看,A股市场投资者对白马股的期望值本来就过高。其中,券商研究报告起到推波助澜的作用,而这

种显然掺杂了情绪色彩的业绩预期是不正常的,所以才会引发市场不正常的暴跌。该基金经理认为,如果理性分析判断,许多白马股的基本面并没有太大变化,市场的过度反应有可能提供一个买点。

中欧基金指出, 不确定性可能导致市场短期调整,但主要来自情绪层面,中长期仍对中国的经济以及股市表现有信心。中欧基金建议,考虑均衡配置,淡化风格,自下而上挖掘具备长期投资价值的个股, 如果市场短期过度回调,可能带来较好的投资时机。

需要指出的是,失去光环后的白马股,调整过后可能出现明显的分化行情,投资者应仔细甄别。万家新机遇龙头企业拟任基金经理高源指出, 在风险偏好更为均衡的今年,无论是白马股还是中小盘成长股内部都会出现分化。白马股中,一部分个股虽然处于历史股价的高点,但其所处的盈利周期依然呈向上趋势,或能在未来一段时间维持与估值较为匹配的盈利能力, 其投资机会依然存在。

## 谁是下一个“宠儿”

白马股股价的节节败退,再度引发市场对风格切换的无限遐想。一个突出的现象是,今年以来,无论是公开言论还是实际操作,基金经理对于成长股的关注不断升温。

基本面改善是基金经理聚焦成长股的底气。中信保诚基金的基金经理吴昊表示,上市公司一季报披露完成,总体来看收入端和利润端都延续了去年四季度放缓的趋势,全市场样本公司一季度收入增速下滑到11%,利润增速下滑到15%,反映出比宏观经济增长指标更严峻的形势。相对而言, 中小板和创业板有所改善, 一季度收入分别增长24%和25%、利润分别增长20%和38%,为高科技成长板块占优的结构性行情打下基础。

汇丰晋信科技先锋基金经理陈平表示,以创业板为代表的成长股第一阶段的超跌反弹已完成,考虑到创业板业绩仍可能延续向好趋势, 对于第二阶段行情持谨慎

乐观态度。陈平预期,在第二阶段会出现业绩拐点,继续上涨,目前正在等待业绩的考验,预期谨慎乐观;而第三阶段的继续上涨则需要多种因素配合, 需要观察的因素包括宏观经济、利率、政策、整体风险偏好、其他股票的吸引力等。

值得注意的是,虽然对今年成长股行情抱有较大期望,但基金经理普遍预计, 成长股内部的分化会非常严重,业绩是否具备真成长是最关键因素。一位股票型基金经理在与记者交流时表示, 从全市场来看, 具备“真成长”的个股数量并不多,难以满足资金建仓的需求,因此今年在成长股的投资中可能出现两种情况:一方面,一流的“真成长”个股会重演去年白马股抱团取暖格局,股价上涨幅度超预期;另一方面,通过券商研究报告等各种方式传播,二流的成长股会被赋予较多的概念和预期,其短期爆发力会较强,但后续走势则需要业绩证伪,股价波动风险较难控制。

### 近4个交易日(4月26日—5月3日)跌幅较大白马股

证券代码	证券名称	区间涨跌幅 [起始交易日期] 20180426 [截止交易日期] 20180503 [复权方式] 不复权 [单位]%	市盈率( PE, TTM ) [交易日期] 20180503 [TTM基准日] 报表截止日期	归属于母公司所有者的净利润 [报告期] 2018一季 [报表类型] 合并报表 [单位] 亿元	归属母公司股东的净利润 ( 同比增长率 ) [报告期] 2018一季 [单位]%
600887.SH	伊利股份	-15.50	24.00	21.00	21.15
600060.SH	海信电器	-13.39	17.96	2.83	5.47
000423.SZ	东阿阿胶	-12.59	16.64	6.09	0.80
601318.SH	中国平安	-6.20	12.24	257.02	11.49
600048.SH	保利地产	-5.85	9.89	18.96	0.26

制表:陈健 数据来源:同花顺iFinD

## “一低一高” 精选白马股

□本报实习记者 陈健

2017年年报和2018年一季报披露完毕,多只白马股因业绩不符合市场预期出现下跌。从政策面看,资管新规无疑是近期影响市场的重要因素之一。有分析认为,从长期看,资管新规利好白马股。展望后市,业绩将成为影响股价的关键因素,可关注低市净率和高股息率相关标的。

### 资管新规利好白马股

对于近日格力电器、中国平安、伊利股份、亨通光电等白马股的大跌,国泰君安证券研究所首席市场分析师林隆鹏看来,原因有三:基本面上性价比严重下降,政策面上政府对科技创新重视度急升,资金面上斑马股对白马股形成资金分流。

有分析认为, 资管新规可能是扰动因素之一, 短期内有些资金可能受资管新规影响选择减仓。4月27日,人民银行、银保监会、证监会等联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称“资管新规”)。兴业证券策略团队指出, 资管新规短期会对机构产生一些影响,由于破刚兑、去杠杆、去嵌套等方面的要求,使得原来诸如银行理财刚兑后如何处理,券商资管的通道业务、私募多杠杆多嵌套的存量业务会受到一定影响。但由于过渡时间长达32个月,留给机构处理存量业务的时间较为充足。

西部证券高级策略分析师邵泽来表示,从长期来看,资管新规利好白马股,资管新规有利于降低资金波动性,金融机构资产负债表更加稳定,促使机构更愿意进行价值投资。近期可能有资金流出风险,但根据BIS在2016年底的估算,中国影子银行系统配置债券市场与配置权益市场的比例约为10:1,因此新规对市场短期的扰动有限。

### 消费升级等投资机会受关注

山西证券表示, 虽然目前市场整体风险偏好处于低位,但前期调整较多的板块,尤其是蓝筹白马板块对于聚焦基本面分析的投资者来说吸引力在增加;伴随着A股纳入MSCI时点的临近,增量资金配置蓝筹白马是人尽皆知的事情,资金很可能已开始向蓝筹白马主线聚集。

需要注意的是,白马股调整背后,投资逻辑也在发生变化。邵泽来指出,白马股业绩出现分化,2018年业绩能否持续增长成为影响白马股表现的关键点。

有机构表示,从长期投资角度来看,白马股短期调整不足为惧,对于真正优质的投资标的,这是再度入场的机会。不过,2017年年报和2018年一季报披露完毕,主板盈利增速下行趋势确定,部分白马蓝筹存在踩踏风险。

对于二季度投资, 兴业证券策略团队提醒,市场面临几个方面的不确定性,部分白马个股业绩预期较满,一些风吹草动可能造成负面影响,可重点关注与建立现代化经济体系相关,注重硬件方面的技术创新行业机会。

林隆鹏指出,预计二季度指数运行可能呈现倒U形,看好二线消费与制造业中“TMT”。风险因素扰动频繁,不同风险偏好主体行为模式分化,构成当前市场核心交易特征。金融地产进入配置区域, 看好基于国内市场消费升级、二线消费及拥有自主可控技术优势的中小创蓝筹。

短期来看,邵泽来表示,今年海外市场风险较明显,CAPE/VIX指标的回落暗示风险偏好的改变。历史经验表明,发达市场风险很容易在全球市场传导,但低市净率和高股息率的股票往往会较好表现。今年除了关注受益消费升级的白马股之外,还可把低市净率和高股息率这两个指标加入选股范畴。此外,看好能提高自身产品价格,同时不丢失市场份额的上市公司。

### ■ 记者手记

## 爆款基金的“魔咒”

□本报记者 李良

虽然轨迹常有不同,但A股市场的历史确实不断重演,比如那些被视为“魔咒”的规律。

自去年底开始,频频有偏股型新基金火热发行,单只新基金的首募额从二三十亿元一路攀升到七八十亿元甚至上百亿元,最后竟然出现了一只规模高达三百亿元的巨无霸基金,媒体给这些规模惊人的基金赋予了一个新鲜词“爆款”。这些爆款基金的出现不是偶然的,投资者蜂拥而至的背后,是2017年A股市场“漂亮50”长达一年多的持续上涨,用时间和涨幅一次又一次地击败了市场的质疑,最终让心有不甘的投资者扎堆拜服。

不过,爆款基金虽是基金公司的幸运词,却会应验A股市场屡试不爽的“魔咒”:基金的巨量发行,往往对应着市场顶点将至。从逻辑上看,这个“魔咒”很容易解释,因为A股市场是个情绪化较为严重的市场,当投资者开始不理性地助推市场泡沫,哪怕是结构性泡沫的时候,股价一般都处于加速冲顶的最后阶段。从情感上来说,基民们就难以接受了,毕竟不管怎么说,基金公司是以专业能力自诩的,许多基民蜂拥购买爆款基金,一个重要的理由就是他们部分明白市场风险,期望借基金公司之力规避风险的同时获取收益。

但是,基民们显然要失望了。在系统性风险面前,基金公司的专业能力其实也显脆弱。试想一下,如果一只基金产品的规模超过上百亿元,那它究竟应该怎样配置股票,才能规避市场风险?假如执掌产品的基金经理擅长择股,精选少量优质股买入,按照基金产品的体量,单只个股就可能动用几亿元甚至更多资金买入,这对于二级市场股价的冲击是不言而喻的。专业一点讲,就是买入的冲击成本很高,结果会买着买着就偏离预期。又假如执掌产品的基金经理擅长组合投资,个股配置的资金较为均衡,那上百亿的资金体量最后分散到上百只股票里,最后变成了指数化投资,而在系统性风险面前,指数化投资其实是没有抵抗力的。

于是,我们又一次见证了“魔咒”的发威:这些爆款基金的出现,被视为“漂亮50”、白马股们动辄以倍数计算的长时间上涨后的最佳接盘者,并成功地把这类股票送进了更高的泡沫区。但爆款基金之后,谁来充当新的“接盘侠”呢?在一个仍处于熊市阶段,以存量资金为主要博弈对象的市场里,一旦缺乏新增资金介入,无论披上多美妙外衣的估值都有可能瞬间雪崩。从这个角度来看,爆款基金成就了白马股最后一波冲刺的快感,其实也成为了白马股从高点跌落的一个推手。短期来看,这是双输:白马股的下跌,让爆款基金的业绩颇为难看。

常有基金经理在与记者交流时表示,希望发行的主动型新基金规模不要太大,十几亿元就够了,过大的规模虽然容易带来更多管理费收入,但极难做出业绩,投资者的希望容易落空。这其实也给了投资者一个启示,基金产品投资并不是二级市场股价买卖,“失市值”提供的未必是保护,反而有可能更多是风险。