

# A股积极因素不断 9月存回升动力

□本报记者 吴玉华

8月中旬以来,A股走出一波震荡上涨行情,如何看待这波行情?当前市场有哪些积极因素?外资不断流入将怎样影响9月A股市场?本期邀请前海开源基金首席经济学家杨德龙、东北证券研究总监付立春、申万研究所首席市场专家桂浩明对此进行分析。

## 市场展现韧性

**中国证券报:**在各种因素的影响下,A股市场展示了韧性,并从8月15日以来一路震荡反弹,对于这轮行情如何来看?是否有进一步上攻的可能?

**杨德龙:**近期A股市场没有受到外围市场大跌的影响,反而走出强劲回升的态势,这说明A股市场的韧性正在增强。有人把它叫作“脱敏”,也就是A股对利空因素的反应变得没那么敏感。该跌不跌,就会上涨,这也意味着A股市场可能会迎来一个反弹机会。

经过三年的调整,A股市场估值已经处于历史底部,和A股历史上几个历史大底,比如说1664点、1849点以及2638点相比,当前估值仍在底部区域。即使和外围市场相比,A股估值也仅次于港股,是全球最便宜的资本市场,也就是说A股已经是全球资本市场的估值洼地,这是A股市场能够走强的主因。

**付立春:**我觉得这个行情显示出中国经济的韧性、政策的韧性和资本市场它自身的韧性还是比较强的。从上市公司提高质量,从投资机构和资金端的助力来看,中国资本市场还是有一些支撑的,包括政策方面、资金方面、监管方面等等,也表现出资本市场其实并没有那么脆弱,同时表现出了相对的独立性,受外部市场的影响在降低。

**桂浩明:**进入8月以来,外围市场波动不断,但在这种背景下,A股市场尽管也免不了受到拖累,但很快能企稳,并且有所上升,显示了很充分的韧劲。这固然与现在A股的总体估值相对便宜有关,但更与中国经济在下行压力面前也表现出很强的韧劲有关。股市的韧劲,正是经济韧劲的某种体现。在这样的基本面上,A股市场存在震荡中逐步上行的可能,后市值得期待。

## 利好政策提振A股

**中国证券报:**在A股展示韧性之时,市场底部越发明朗,影响市场的积极因素有哪些?

**付立春:**减税等财政政策支持导致一些消费的成本降低,积极性上升,一些企业经营成本下降,上市公司业绩有改善趋向。此外,还有货币政策的一些支持,包括利率市场化、传导机制改善,可能会让货币政策有效性有所提高,对实体经济、上市公司运行的效率会有促进作用。

**杨德龙:**近期证监会相关负责人表示,将出台相关制度改革,支持股市长远发展。这些制度性改革将弥补资本市场短板,打击一些违法违规行为,保护中小投资者利益,真正让投资者可以在资本市场赚到钱,可以说这是A股市场长期健康发展的基础。制度红利必然会带来一波行情。今年政府工作报告中提到,资本市场是国家核心竞争力的重要组成部分,把A股市场提到前所未有的战略高度,资本市场也是大国博弈的重要舞台,可以说对资本市场的定位越来越高,这将是A股走出

黄金十年的重要基础。

8月27日,国务院办公厅发布关于加快发展流通促进商业消费的意见,对释放汽车消费潜力,加大金融支持力度,扩大成品油市场准入等方面作出要求。这将会提升我国消费增长,提高消费流通的效率,对A股市场相关板块和个股将会形成较好支撑。而逐步放开对汽车行业的一些限制,也将有利于提高消费水平。汽车消费是重要的消费方面,汽车消费放开后,将会改变现在乘用车销量低速增长甚至负增长的局面,促进汽车消费逐步提升。

**桂浩明:**从现在来看,影响市场的主要积极因素在于,由于相当数量的蓝筹股价格处于历史低位,其投资价值得以体现,从而能吸引外部资金入市,客观上也封堵了非理性下跌空间。另外,监管部门进行的系列改革,正不断割除长期以来制约市场发展的顽疾,为其健康发展提供条件,形成行情平稳向上的现实基础。随着金融不断对外开放,外资逐渐加大对中国A股的配置力度,外资流入,即体现出了他们对A股的认可,也为A股市场带来增量资金,有利于活跃市场。

**中国证券报:**8月27日收盘后MSCI第二次扩容正式生效,9月富时罗素扩容和道琼斯指数纳A按计划也将正式生效,将有多少资金流入市场?会从哪些方面影响市场?

**杨德龙:**现在三大国际指数纷纷提高A股的纳入因子,这体现出国际资本对于A股市场整体的认可,他们还会继续提高A股的配置比例。这一方面会吸引一些被动资金流入,比如说一些指数基金,它们就是对标这三大国际指数的,那么指数基金必须按比例来配A股。另外一部分是主动基金,无论是公募基金还是对冲基金都会提高A股的配置比例。

外资已成为A股市场的重要力量,更是这两年增量资金的重要来源。从长期趋势来看,外资对于A股的配置从现在的低配逐步变为标配,将给A股未来十年带来5万亿到10万亿元的增量资金。而外资带来的不仅是增量资金,更重要的是价值投资理念,因为多数外资是崇尚价值投资的。价值投资理念会成为A股市场的主流投资理念,也是A股投资者必须要转变的一种投资理念,要从以前炒消息、炒题材转为基本面,坚持价值投资。

**付立春:**外资越来越多,产生的影响也越来越大。从新增的资金角度来说,外资占比不断增加,对A股市场风格产生了一定影响,对整个市场的分化也起到非常大的催化作用。

**桂浩明:**今年海外三大指数公司分别调高了中国A股的纳入因子,由于以相关指数为样本进行投资的ETF基金,本身规模是处于动态变化中,因此很难精确地测算究竟会新增多少外资,但通常估计是千亿元人民币级别。尽管相对于当前A股市场,这个数字不算很大,但其影响力不可小觑。中国的投资者不能把振兴股市的希望放在海外资金入市上,但对海外资金的动向,还是要好好了解。



## 9月行情谨慎乐观

**中国证券报:**9月份的交易即将到来,从目前来看,影响市场的因素有哪些?9月份市场应如何来看?具体该如何投资布局?

**付立春:**我对9月市场行情的判断,可能还是延续震荡格局,积极因素确实较多,而且有些长期稳定的基本因素存在,这是A股可能不会大幅下跌的重要背景。而国内的经济、上市公司的基本面,以及外部环境的不确定性较多,对A股市场的大幅反弹或者是反转造成一定压力。

从资产配置角度而言,配置A股市场还是具有战略意义,而且A股市场还有越来越多的安全边界,但主要是精选,在提高上市公司质量以及资本市场改革新时代,很多公司的问题会逐渐爆发出来,所以这个时候对投资能力的要求会更高一些,对公司基本面、潜在风险的研究要求更深入。布局主要还是两个方向:第一,蓝筹、消费、白马龙头,这是具有持续稳定的增长能力、能保证现金流的资产。第二,以科创板、科创企业为代表的新兴产业,代表未来高质量发展和现代产业体系的一些行业当中的龙头企业,也是未来非常重要的配置方向。如果从长期和大类组合的角度上来说,其实是看它的估值在长期而言是高是低,高的话就减一点,低的话就配一些,还是要避免追涨杀跌的波段式思维方式。总之,还是要求更深入的专业投资研究及相应的研究风控能力。

**杨德龙:**我认为9月份到年底,A股市场依然存在机会,市场有回升动力,投资者需要

一定的信心和耐心。首先,要对中国经济长期增长的趋势有信心,对中国优秀的上市公司要有信心。从政策来看,无论是财政政策还是货币政策,我认为下半年仍会继续支持经济增长,延续上半年势头。未来中国将通过加大深化改革,扩大开放、加大研发投入,实现经济的可持续发展,跨越“中等收入陷阱”,乃至真正步入到发达国家的行列。其次,要保持耐心。在当前市场环境下,保持信心和耐心,冷静理性进行分析是非常重要的。

从投资机会来看,白龙马股依然值得继续配置,即白马股加行业龙头,高度地概括了一类中国最有实力的公司代表,过去三年创造了大量超额收益。白龙马股的长期投资逻辑,其实就是各行各业经过了自由竞争阶段,进入到寡头垄断阶段后,白龙马股的股权成为最值钱资产,因为它们具有行业寡头垄断的地位,更容易获得好的投资回报。因此这些白龙马股的股权一定会受到各路资金的追捧,包括外资,也包括国内投资者。未来十年是A股的“黄金十年”,实际上也是这些白龙马股的“黄金十年”。

**桂浩明:**9月市场将全面消化上市公司半年报的信息,同时对经济活动中新出现的一些现象,也将作出反应,市场本身也还是存在一定不确定性。因此,在对后市抱有乐观预期的前提下,就具体的行情走势,还是应该谨慎。部分核心资产,特别是涉及到居民消费的资产,由于进入消费旺季,可以多加注意。而科技类品种,在经过大浪淘沙式的洗礼后,其中不少品种会有所表现。尽管指数的上涨空间未必大,但强势个股机会还是很多。

# 拼多多飙升“互联网+消费”后劲足

□本报记者 张枕河 牛仲逸

中国互联网上市公司前十大市值排名再次发生变动。8月29日,拼多多上涨8.66%,总市值达391亿美元,成为中国第五大互联网上市公司。同时,拼多多33.61美元的最新收盘价,也创下上市以来新高,今年以来累计涨幅达49.78%。

市场分析师指出,与部分传统互联网企业相比,“互联网+消费”概念股有强劲的业绩、刚性的需求支撑,未来后劲十足。

## 强劲业绩支撑

香港中环资产投资有限公司董事总经理杨延德接受中国证券报记者采访时表示,业绩向好和投资者看好是拼多多等互联网消费概念股股价走强最重要的原因。

他强调,从最新业绩来看,新兴电商股业绩多数表现非常喜人,特别是几家龙头公司业绩好于预期。相反,部分传统互联网巨头最突出的还是搜索等旧业务,AI等新业务转型前景虽然不错,但可能还有一定的“时间差”。目前投资者,特别是境外投资者避险情绪浓厚,因此可能会更倾心于具有刚性需求且业绩上佳的互联网消费股。从最新的Costco在上海开业来看,中国消费者的潜力还是很大的。

川财证券研究所高级研究员杨欧雯对中国证券报记者表示,拼多多市值上涨是受财报超预期影响,且随着用户数量增长,净亏损金额也显著下降。拼多多拥有良好的成长性,目前国内经济处于结构调整阶段,“互联网+消费”的模式创新有效拉动了一部分内需增长,身处其中的企业相对其他行业有较高的业绩增长预期和实现。未来互联网和消费结合企业经营模式的业绩仍有较大增长潜力,同时也要注意其成长周期与其他互联网企业不同,该类企业对现金流的依赖程度较高,而传统互联网企业则对于技术革新的相对依存度更高。

除拼多多外,美团点评、京东均交出了靓丽的二季度财报。美团点评二季度公司实现营业收入227亿元,同比增长50.6%;经营利润11.1亿元,而上年同期亏损28.5亿元;调整后净利润14.9亿元,上年同期亏损32.1亿元,首次实现整体盈利。

京东二季度实现营业收入1503亿元,同比增长22.9%,环比增长24.2%,相较于第一季度19.03%的同比增速有所回升。其中网上直销收入1335.16亿元,同比增长20.84%,占比88.85%;服务收入167.64亿元,同比增长42.04%,占比11.15%。

拼多多二季度实现营收72.9亿元,高于市场预期的61.88亿元,同比增长169%。另

外,截至6月30日,拼多多移动端活跃用户达3.66亿,同比增长88%,年活跃消费者达4.83亿,超过了此前京东公布的3.21亿活跃消费者。移动应用数据分析公司Sensor Tower《2019年第二季度数据摘要》中也显示,在App Store下载量排名中,拼多多下载量增长迅速,排名跃居全球第九、中国第一。

据中国邮政快递官方微博报道,今年上半年全国快递服务业务量累计完成277.6亿件,其中仅拼多多的包裹就占四分之一。拼多多已成为继京东、淘宝之后的第三大电商平台。

## 业内看好行业前景

业内人士指出,相较于搜索等纯技术互联网企业而言,互联网消费企业拥有刚性需求,又敢于牺牲短期利益,保持长期信心,吸引长期需求,因此成功的概率很高。目前越来越多的投资者开始看好行业前景,尽管它们同时也面临各种问题。

泓瑞源金融证券持牌负责人、策略师岑智勇对中国证券报记者表示,新兴互联网消费公司“亮眼”程度超过老牌互联网巨头并不奇怪,中国人口基数大,各个层次的消费都有潜力,而互联网消费公司借助平台优势将“互联网”与“消费”合二为一,潜力很大。展望未来,中国消费者真正在乎的是性

价比,能够提供高性价比的互联网消费公司一定能够占据优势。

岑智勇介绍,从他的实际调研看,目前高端、超高端的消费仍有很大需求,例如高档汽车等;相对低端的消费也有很大需求,例如拼多多等,就是面向广大三四线城市和县城等,这些消费非常“刚性”,不可替代。相对而言,现在中端需求可能遭遇一些麻烦,例如高档家电、名牌包等,但从美国商超Costco在上海首秀的火爆不难看出,一旦价格有优势,消费者也舍得花钱。总而言之,消费股、特别是电商消费股潜力很大,谁能提供高性价比谁的潜力就更大。

华鑫证券私募研究中心总经理傅子恒对中国证券报记者表示,中国消费股被看好,反映出全球投资者对中国经济前景的理性预期、正确预期,且这些被看好的公司多为互联网平台渠道类公司,也反映出中国消费驱动的基本特点。

傅子恒强调,拼多多市值超过部分老牌互联网公司,反映互联网销售领域的业态创新,只要盈利模式清晰且符合逻辑,市场就会给予积极认可。中国消费市场潜力巨大,互联网+消费模式总体潜力很大,但具体到公司要进行理性分析,只有真正带来现金流与未来可持续增长前景的公司,才具有真实的投资价值。

## 瞭望塔

## 债券回购边界有待厘清

□本报记者 张勤峰

在复杂严峻的信用环境下,千奇百怪的事情不断出现。债券发行人未名医药日前公告,拟以1亿元闲置自有资金购买自己发行的一只公司债。发行人公开宣布要买自己发的债,在中国债券史上还是头一回。此举引起了一系列疑问,分析人士认为,债券发行人回购债券的边界有待厘清。

8月27日晚,未名医药发布公告称,为提高资金使用效率,在确保资金安全的前提下,拟使用不超过1亿元闲置自有资金进行债券投资,通过深交所综合协议平台大宗交易购买不超过100万张(含)Y7未名债”债券。

公开资料显示,17未名债全称是“山东未名生物医药股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券”,是未名医药于2017年9月发行的公司债,发行规模为8亿元,期限为5年,附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

简单地说,就是发行人要买自己发的债。据了解,到目前为止,债券发行人在二级市场上公开购买自己发行债券的情况在国内还没有出现过。

第二个亮点则是未名医药准备以低于面值的价格买入这部分债券。公告称,本次购买价格为人民币80元/张,购买金额不超过1亿元人民币。据Wind数据统计,截至该公告发布前,Y7未名债”2019年以来收盘价的算术平均值为75.23元,8月以来的收盘价平均值则为80.67元;公告发布后,市价有所上涨,8月30日收报90元。估值方面,上清所给的估值是96.74元。公司拟买入的价格低于面值,甚至低于最近的市场价及估值水平。

这一举措引发了一系列疑问。首先,是否合规。一些债券附带赎回权利,发行人可在约定条件下赎回债券,但需要按条款行事。还有个别发行人通过关联企业或借道通道私下收购自己的债券维稳。但类似Y7未名债”这种,发行人直接在公开市场买入自己发行债券的行为是否合规仍有待明确。

其次,是否引起更多人效仿。如果未名医药此举成功实施,可能会有更多债券发行人效仿,投资者会担心有的发行人会先释放利空打压自己的债券,再低价收购,如此将存在恶意逃废债的嫌疑。

第三,是否有价格操纵或者输送利益的嫌疑。在Y7未名债”事件中,债券共发行800万张,公司拟回购100万张,回购价80元。结合买盘规模和价格底线,公司介入会直接影响未来价格区间。

最后,可能引起对发行人偿债能力的质疑。从企业角度看,提前回购一方面可以赢得差价,减少资金支出压力,另一方面也可以规划偿债节奏,避免大量债券同一时间到期。但从投资者的角度看,如果企业有钱回购,为什么不等最终到期兑付呢?当然,也有市场人士认为,前期Y7未名债”市价低于80元,发行人此举可在一定程度上起到维稳价格的积极作用。

应该说,未名医药公开宣布要买自己发的债,这一事件本身已创造了历史,也将发行人回购债券合规性合理性等问题引向公开讨论的范畴。虽然事件发展方向有待观察,但或许有助于厘清发行人回购债券的边界。

## 国防军工板块迎来“升浪”

□本报记者 薛瑾

8月30日A股市场震荡走低,仅有少数行业板块实现上涨,国防军工板块(中信一级行业)就是其中之一且成为市场领头羊。8月中旬开始,该板块迎来一波明显的“升浪”。有机构认为,国防军工板块近期业绩稳中有惊喜,行业景气度有所提升,三季度军工板块将有阶段性超额收益机会。

## 新一轮升势进行时

8月最后一个交易日,国防军工板块指数上涨幅度为2.34%,成为29个中信一级行业板块中涨幅最高的板块。板块内多只个股爆发,其中威海广泰、晨曦航空、中国卫通、中船防务、三角防务、航天发展六只个股涨停。

该板块当日强势表现是阶段性行情的延续。Wind数据显示,近三周国防军工板块累计涨幅为12.08%,不仅大幅跑赢同期上证指数涨幅(4.02%),也成为各大行业板块中的佼佼者,其涨幅仅次于食品饮料板块(13.47%),位居29个行业板块第二。

个股表现也是可圈可点。近三周来,板块内67只个股中有65只实现上涨,63只跑赢同期上证指数;三角防务、晨曦航空、中兵红箭、中航高科、炼石航空、中国卫通等涨幅均在两成以上。

Wind统计显示,板块内今年半年报归母净利润实现同比增长的公司达七成。市场人士认为,板块业绩不仅实现了稳健发展,而且带来超预期惊喜。中信建投证券认为,考虑到军工板块二季度调整较充分,板块半年报业绩增长较稳定,预计三季度军工板块将有阶段性机会。

## 行业景气度提升

广发证券预计,国防预算有望长期保持稳定增长,且在使用上仍然向装备费倾斜,军工行业景气度将持续提升,部分公司在2018年报、2019年半年报中持续反映出较高景气度,看好2019—2020年军工行业投资机会。该机构指出,军工行业改革持续深化,在央企重组、装备采购与定价、资产证券化、混合所有制改革、科研院所转制等多个领域同步推进,有望激发行业活力、提升企业的经营效率与盈利能力。

中信建投证券指出,在投资策略上建议重点关注景气度横向扩散、纵向传导以及央企资本运作三条主线上的投资机会。

在景气度横向扩散方面,建议首选符合“军方需求旺盛、新型号定型、量产预期将至”三大标准的整机公司,同时关注已经进入型号量产阶段并有望延续的相关公司。在景气度纵向传导方面,重点关注在景气度提升明显的产业链内,符合“具备核心技术、下游市场多元化”两大标准的细分领域龙头企业。2019年军工央企资本运作或仍以企业类资产为主,院所类资产注入已渐行渐近,军工央企资产注入将是贯穿2019年的投资主线之一,建议关注受益于央企资产运作回暖,相关资本运作政策放松的公司。

银河证券研究发现,从2009年和2015年两个阅兵年情况来看,中证军工指数相对上证指数全年涨幅分别为28.5%和29.7%,均达到局部高位。其认为9月军工板块关注度将明显提高,行业景气度将显著提升,军工板块有望迎来超额收益。