



# 机构抄底“假摔”白马股

□本报记者 林荣华 李惠敏

新华社图片

回看过去一周A股市场:10月28日,区块链板块在利好驱动下超百股涨停,但随后快速降温;10月29日,渝农商行上市首日打开跌停,麒盛科技则在上市首日涨停后连续两日跌停。与此同时,多只基金重仓白马股在三季报公布后因业绩不及预期、机构兑现等因素影响集体杀跌,但随后几日又显著放量,有机构坦言在跌停板抄底买入。

当前,A股各板块的估值分化处在历史高位,消费、科技板块的估值中枢显著提升,板块间的估值“剪刀差”明显。基金业内人士指出,A股的估值体系随着外资的进入正在发生变化。未来绩差股的估值将出现下行和折价,而业绩增长确定性强的个股在估值区间提升重构后将趋于稳定,仍将享受业绩驱动带来的股价上涨。

## 买入被错杀白马股

上周,白云机场、广联达、天味食品、伟星新材、博通集成、生益科技、通策医疗等多只基金重仓白马股在三季报披露后跌停。基金业内人士认为,白马股下跌主要是因为业绩不及预期、部分机构兑现收益。但交易层面的扰动反而为个股提供了买入良机,有机构甚至在跌停板大胆抄底。

晶宏投资总经理潘玥指出,多只白马股在三季报公布后下跌,看似是整体现象,但具体到不同个股原因各不相同,既有业绩不及预期的因素,也有投资者短期避险错杀的因素,也有估值合理但是部分机构选择季报窗口期获利了结的因素。方正富邦基金研究总监兼基金经理符健认为,近期白马股下跌主要是受三季报业绩不及预期影响,符合业绩预期的白马股整体表现仍不错。其中,国内机场三季度客流情况均较一般,机场个股因此下跌明显。

部分私募机构则表示,在上述白马股的短期波动中,交易层面的扰动不可忽视。清和泉资本认为,从交易角度来看,一般四季度市场都会有一定的波动,主要是一些资金层面的因素,如保险公司要兑现收益,外资可能要结算,或者有

近几年部分指数市盈率变化趋势						
证券代码	证券简称	2016年1月1日 市盈率(倍)	2017年1月1日 市盈率(倍)	2018年1月1日 市盈率(倍)	2019年1月1日 市盈率(倍)	2019年11月1日市 盈率(倍)
000016.SH	上证50	10.4	10.2	11.7	8.5	9.7
000300.SH	沪深300	13.7	12.9	14.3	10.2	12.0
000905.SH	中证500	54.5	46.7	28.7	16.2	25.8
000852.SH	中证1000	99.5	66.2	36.5	21.4	40.3

数据来源/Wind

些机构排名结束可能要调仓,等等,这种交易层面的因素导致的波动在所难免,但从基本面角度看,整体并没有太大风险。

源乐晟资产也持类似观点。源乐晟资产认为,从历史上看,A股市场在四季度存在多种博弈因素,其中就有部分投资人存在年底兑现收益的需求。今年很多机构的收益率都处在历史上比较高的水平,四季度还会有公募基金争夺排名带来的博弈,所以这一因素的影响会被放大,导致部分个股波动较大。

所以,白马股的短期下挫反而为部分机构提供了入场机会。符健表示,近期下跌的白马股普遍在跌停后的第二天即站稳,甚至出现2-3倍的放量,并未出现连续跌停的情况,总体来看更多是多空博弈,一部分投资者认为低于预期,选择抛售离场,但更多的是投资者看好长期表现而进场抄底。

某私募基金经理坦言,其在跌停板上买入了看好的一只白马股。从随后几天的股价表现看,该只白马股也未进一步下跌,反而放量明显。潘玥也指出,虽然部分科技股短期可能呈震荡走势,但拉长时间看,随着业绩逐步兑现,股价将进一步上行,等待的时间不会太久。

## A股估值体系变化

与大胆抄底错杀白马股对应的,是部分新股上市后缺乏资金追逐。10月29日,渝农商行上市首日即打开涨停板,并在次日跌停;与渝农商行同日上市的麒盛科技尽管首日封住了涨停,但随后两日连续跌停。基金人士认为,估值缺乏吸引力、偏好交易博弈的资金被分流是两只新股表现不佳的直接原因,但更深层的原因是当前市场板块间的估值分化已经处于历史高位,外资正在改变A股的估值体系。

今年二季度以来,A股市场总体呈震荡走势,但结构性行情凸显。一方面,以白酒为代表的消费股在估值处于历史高位的情况下,依旧显著跑赢大盘;另一方面,8月以来的科技股行情令部分通信、医药板块的优质个股估值再上台阶。但是,更多的板块和个股则跟随大盘呈震荡走势,中证500指数、中证1000指数的估值尽管处于历史低位,但未能走出显著的趋势性行情。源乐晟资产指出,市场正处在估值分化的阶段,不同板块的估值差异处在历史上比较高的位置。博时文体娱乐主题混合基金经理蒋娜也认为,经过二季度消费白马和三季度科技的极致风格演绎,A股整体估值差异接近极限。

板块间的估值差异未来将如何演绎?符健表示,目前市场中有两种不同的声音,一是板块

间的估值“剪刀差”会长期存在,以消费为代表的核心资产由于较为稀缺,获得估值提升。另一种声音则认为板块间的估值“剪刀差”会逐渐减小。符健认为,板块估值“剪刀差”并不会长期存在,消费板块是首先出现估值提升的板块,未来其他板块估值也将跟上,整体估值水平大概率将全面提升。

符健表示:“经济增长速度放缓意味着资本回报率下降,也就是利率将有所降低。从海外经验来看,若利率进一步降低,投资者对估值的容忍度反而会进一步提升。数据显示,自2011年开始,西方国家的利率基本均在下行,除美国出现过一段时间加息,整体利率均为系统性向下。假设未来估值不变,公司估值的倒数则等于股价收益率。因此,在欧美国家资产回报率下降时,若利率为3%,则意味着估值对应为33倍;若利率为2%,估值则对应50倍,这个过程中估值自然有所提升。当前A股较多行业估值也仅为20倍,意味着个股整体回报率接近5%。”

蒋娜认为,历史上的估值差异达到极值后,大概率有均值回归的过程,既可能通过高估值板块下跌、也可能通过低估值板块上涨来完成。源乐晟资产指出,估值分化状况的改变要等到市场看到稳增长的力度明显提升才有可能发生,拐点或在今年年底或明年初出现。

也有机构认为,当前板块估值分化处在历史高位的背后离不开外资的助推,A股估值体系已经重构,估值分化或继续。清和泉资本表示,A股的估值体系随着外资的进入已经在发生变化,这个变化是本质上的,而不是阶段性的。板块和估值给多少是机构掌握话语权,本质上是由资金来定价。外资进来之后,给很多公司进行了重新定价,大多数资金认可的估值是有一定合理性的,需要接受市场给出重新定价的变化。

清和泉资本认为,投资机构多元化之后,对各类公司都会重新估值,都要重新定价,很多小股票可能会跌到几毛钱甚至直接退市,这也是一种定价。A股以前是给流动性差的个股溢价,但是大部分成熟市场都是大公司贵,如港股、美股都是市值越大的股票估值越贵。因此,机构投资者需要反思以前的一些投资定价框架,有些定价接受不了的,可以回避。整体而言,需要接受市场对不同板块和个股给出的新估值。

符健也认为,核心资产的估值提升与外资进场关系较大。“在外资看来,由于稀缺性,核心资产未来估值将更高,所以高估值将持续。”符健同时认为,未来A股港股化趋势进一步确定。即使在经历了2015年估值泡沫破裂和上市公司标的数量的增加,A股流动性较美股、港股依旧更好。过去很长一段时间内,A股一直在享

受流动性溢价,部分较差个股也存在溢价现象,但未来这部分个股估值将出现折价和估值下行的可能。

## 看好业绩驱动个股

在板块估值分化处在历史高位的当下,优质的消费、科技板块个股估值已然不再低估,其配置价值如何?基金人士认为,在估值区间稳定的情况下,持有估值合理的优质个股,即可享受业绩驱动股价带来的投资回报。

符健认为,当前已处于新一轮牛市初期,未来指数下行概率不大,市场将出现行业轮动。消费板块估值水平上升的难度增加,未来消费大概率只能赚业绩的钱;而当前对国内科技行业的信心在逐步提升,必将影响科技板块的估值。未来科技板块中,能活下来的优质公司容易出现戴维斯双击,估值提升和业绩释放的叠加将推动股价大幅上涨,因此,未来优质科技股的回报率大概率强于消费股。

前述私募基金经理表示,优质个股只要估值没有透支未来业绩,将来的业绩增长就能够助推股价上涨。北京某大型公募基金投资总监表示,市场正在对科技股进行重新定价,业绩增长确定性强的科技股估值还将继续处于高位,尽管短期可能有所回调,但不大可能回到过去的低估值状态。同时,除了消费板块和科技板块,各个行业中只要业绩增长确定性强的个股都能带来可观的回报。

星石投资则指出,从三季报业绩看,A股板块之间、个股之间的分化进一步加速。具体看,科创板上市公司前三季度净利润同比增加382.6%,创业板上市公司净利润同比增加6.5%,相比今年半年报的-5.1%出现明显改善。主板上市公司净利润增速则持续下行:今年一季度、半年报和三季度净利润增速分别为12.34%、10.26%和9.06%。同时,板块内部的分化也愈加明显。今年前三季度,创业板775家(剔除乐视)上市公司共实现净利润971.8亿元,而净利润前20%公司就达到762亿元,所占的比例达到78.5%。此外,沪深300成分股的业绩已经全部披露完毕,300家上市公司今年前三季度实现净利润2.74万亿元,占整个A股3000多家公司总体盈利的78.4%。

星石投资表示,增量经济时代对应的往往是趋势性的机会,而存量经济时代更多的是结构性机会。在“存量经济时代+产业转型升级”的背景下,看好符合经济转型方向、未来具备业绩支撑的科技类成长股,如高端制造、5G产业链、云计算、医药生物、新能源汽车产业链等。