

# 上证50秀新高 “结构熊”难离场

## 融资连降背后:银行股独善其身

□本报记者 徐伟平

昨日上证50大涨近3%，刷新2015年12月24日以来新高，权重股表现强势，主要指数受到带动而纷纷反弹，沪综指重返3100点之上。但创业板指数则延续低迷，反弹力度有限。其实二季度以来，熊市结构化特征更为显著，表现为权重股搅局，开启新高路，而其他品种陷入低迷，小盘股更是遭遇集体杀跌。分析人士指出，当前市场的重心在于弱经济周期下，内生性成长股票业绩增速什么时候企稳，如果企稳，则中小板和创业板的相对收益也会提升，结构性“熊市”变局也将出现。

### 上证50:新高秀不停歇

5月份A股延续调整模式，月初大盘连续下挫，5月11日一度下探3016.53点，此后在年线位震荡企稳。但在大盘筑底、个股调整的背后却是权重股的“小牛奔腾”，上证50指数5月5日刷新2297.45点的阶段新高低，此后以一波“小碎阳”完成筑底后震荡攀升，站上半年线，随后更是开启了逆市上攻之路，昨日放量大涨2.74%，收于2476.91点，收出六连阳并刷新2015年12月24日以来新高。

昨日正常交易的47只成分股中，有43只股票实现上涨，其中浦发银行涨停，国金证券和中国平安涨幅超5%，另有招商银行、北京银行等14只股票涨幅超3%。从上证50的成分股构造来看，金融股占到了半数以上，也是A股中典型的权重股。昨日银行股和券商股强势爆发，为上证50指数走强贡献了重要力量。机构人士指出，金融股此时崛起有其基本面支撑，彰显其弱市防御特征。

从银行板块看，一季度上市银行营收同比降低1.8%，拨备前利润同比增长5.1%，归母净利润同比增长2.6%，较2016年增速有所提升。从2016年一季度开始，拨备前利润增速与净利润增速剪刀差在逐步缩小，彰显拨备反哺净利润趋势。平安证券指出，从估值来看，目前银行板块对应2017年0.8倍PB，在全年资产质量持续转好的背景下，拨备压力的缓解将能够对业务结构调整带来的潜在压力形成对冲，板块安全边际充足，防御价值明显。

从券商板块看，一季度27家上市券商营业收入同比增长0.43%，归母净利润同比增长8.76%，在经纪业务下滑的情况下，业绩逆增长。展望二季度，IPO业务将成为券商业绩的重要增长点，资管与自营业务稳中有进，券商业绩有保障。经纪业务依赖程度大幅下降，业务结构趋于均衡。2017年以来发审会由每周两次增加至三次，前四个月共有159家公司完成IPO，平均每周9.4家，累计募集资金规模904.15亿元，同比大幅增长503%。

### 创业板：“挤泡沫”还要多久

昨日上证50指数大涨逾3%，赚足市场眼球，但创业板指却表现尴尬，昨日低开一度快速回落，最低下探1745.23点，午后大盘快速拉升，创业板指数亦受到带动并勉强翻红，收于1777.69点，微涨0.08%。值得注意的是，创业板指数5月11日曾下探1727.58点，刷新2015年2月3日以来新低，此后短暂反弹再次回落，维持在1700点附近震荡。一边是权重股的新高秀，另一边是小盘股杀跌不停歇，创业板的“挤泡沫”是否结束？

中银国际证券分析师陈乐天指出，从

估值来看，目前创业板指的估值已经降至36倍左右，已经被显著挤压。但这似乎并不意味着泡沫挤压的结束。首先，虽然创业板指估值趋近2012年估值底，但创业板综估值并不低。由于创业板指前5大权重股占比超过20%（温氏股份权重9%，PE仅12倍），指数受权重股影响大，板块估值存在失真的可能。再考虑当下与2012年盈利环境的差异，目前创业板估值并没有看起来那么便宜。

其次，创业板杠杆率一路走高，高利率将伤害利润与估值。创业板利润增速已连续下行，且有进一步走低趋势。目前公司的基本面不同于2012年出现业绩拐点、利润回升以及PEG降低的情况。另外，近几年创业板资产负债率持续走高，销售净利率却一直走低，说明了财务杠杆贡献了ROE大部分增速。在资金利率走高的环境下，创业板利润和估值均会受到伤害。

最后，创业板商誉净资产比上上升至19%，减值“雷期”风险不容忽视。2013年—2016年是A股市场并购高峰期，按3年—4年业绩承诺推算，2017年—2018年可能是商誉减值的集中爆发期。创业板整体的商誉由2013年的151亿元升至目前的2110亿元，商誉净资产比由2013年的3%升至19%。商誉资产比在30%以上的118只个股中，TMT行业占一半。减值对资产和利润的压力不容忽视。综合估值、盈利、财务杠杆、商誉减值等因素，目前创业板并不便宜，买入风险仍然较大。

### 结构性“熊市”变局在哪

据Wind资讯数据，4月以来正常交易的2909只股票中（剔除2017年上市的新股），仅410只股票实现上涨，占比仅14%。由此来看，经历了一季度的春季躁动后，二季度A股表现整体低迷，似乎重回熊市。但这次的熊市结构化特征更为显著，表现为权重股开启新高路，而其他品种陷入低迷，小盘股更是遭遇集体杀跌。

银泰证券策略分析师陈建华表示，上证50与创业板表现的分化首先源于估值的差异，弱势环境下低估值蓝筹更受资金青睐，其次从交易行为的角度看也与部分资金的抱团有关。此外，由于市场以存量博弈为主，权重股的走强必然对中小市值个股资金形成挤压，同样导致了两者的失衡。当前权重与创业板的严重分化更多体现的是资金较低的风险偏好，在对后市依然缺乏信心，同时投资机会持续缺失的情况下，低估值蓝筹便成为配置重点，背后更多体现的是资金的避险需求。

申万宏源证券高级策略分析师傅静涛认为：“从基本面相对趋势来看，上证50独强是可以解释的，A股上市公司大股票的业绩增速高于小股票。从沪深300和创业板之间的业绩趋势来看，创业板相对于沪深300连续5个季度业绩下滑。此外，无风险利率正在上升，而无风险偏好显著下降，市场寻找的是确定性溢价，以流动性驱动的小票会整体弱势。”

傅静涛指出，“以上证50为代表的权重股的配置系数回到2012年以来的最高点了，已经十分拥挤，现在谈上证50的投资价值意义已经不大，但创业板个股投资价值尚未出现，当前板块轮动的核心要点是，弱经济周期的内生性成长股票业绩增速什么时候能稳住。如果能够企稳，中小板和创业板的相对收益也会提升，结构性“熊市”变局也会出现。”

□本报记者 张怡

由于A股市场反弹之后连续回调，两融余额已经连降四日。5月24日，沪深两融余额为8756.13亿元，环比下降7.42亿元。虽然融资客明显收缩战线，但银行股却在本周持续获得融资净买入，结构性布局特征十分明显。而周四难得一见的大涨行情中，正是银行股带动指数冲高，凸显了融资客的“先见之明”。

### 两融余额四连降 银行股连获加仓

近期，两融余额连续回落，跌破了8800亿元并继续下探。短短四日两融余额已经从8844.25亿元降至8756.13亿元，可见融资客回吐力度较大。期间，融资客的布局热情不高。5月24日，融资买入额为278.89亿元。实际上，5月以来，共有5个交易日的融资买入额低于300亿元，由此使得5月日均融资买入额为329.09亿元。而4月份市场下跌过程中的买入热情也比较低迷，但是日均融资买入额也达到459.10亿元。

而银行股却得以独善其身，逆市获得三连增，可谓是融资客的“先见之明”。数据显示，本周前三个交易日，29个中信一级行业中，银行、电子元器件这两个行业成为仅有的累计获得融资净买入的行业，净买入额分别为4.02亿元和2.09亿元。除了上述两个行业外，餐饮旅游、食品饮料行业的融资净买入额虽然为负值，但是分别为-859万元和-972万元，相较于电力及公用事业、非银行金融、房地产和交通运输行业低于-5亿元的净买入额相比，可谓是乐观许多。

从5月25日的行情来看，银行股的拉升是大盘整体企稳的最主要因素。从盘面上来看，银行股率先拉升，而后券商、煤炭等板块跟进，下午雄安新区等概念摆脱颓势，创业板也并未继续低迷，不少个股盘中直线拉升。

银行股的异动往往被解读为“护盘”，这是因为这些个股均为权重股，且对指数的贡献度

## 非银金融超跌反弹 内部分化加剧

□本报记者 王朱莹

在震荡下跌了4个多月后，非银金融板块在本月初迎来超跌反弹。分析人士指出，保险板块估值较低、业绩稳定，后市还有慢牛攀升的趋势。而券商板块则只能定性为超跌反弹，后续走势恐弱于保险股。

### 非银金融板块领涨

昨日沪深两市震荡反弹，28个申万一级行业指数中，非银金融板块以4.18%的涨幅高居榜首。由此，5月8日以来，该指数震荡反弹，累计上涨幅度已达7.42%。昨日45个正常交易的成分股除了华铁科技微跌0.27%之外，其余均录得上涨。其中，宝德股份、国元证券涨停，第一创业上涨9.25%。

非银金融指数自2016年11月28日至2017年5月5日间，几乎呈现单边下行格局，累计跌幅达12.79%。同期沪综指跌幅仅4.87%。在此期间内，板块内部走势分化十分明显，中国平安、中国银河、爱建集团、中国人寿和新华保险等9只股票在其他成分股下跌的同时逆向上涨，而第一创业、\*ST大农、锦龙股份、西部证券等12只股票跌幅在30%—64%之间。

新时代证券研发中心研究总监刘光恒分析认为，非银金融板块中的保险板块近期持续走强，主要是估值较低、业绩稳定，未来加入MSCI指数的可能性较大。因此受到北上资金和大机构的关注，后市还有慢牛攀升的趋势。而

很高。5月25日上证综指的成分贡献度排名中可以看到，其中居前的都是金融股：涨停的浦发银行贡献度最高，达到3.57%，其次是中国平安、中国人寿、招商银行等，对上证综指的贡献度均超过2%。

### 银行股独领风骚

历史上，银行股的异动往往引发“中小创”一地鸡毛，引发“虹吸效应”。但昨日这种情形并未出现。

那么为何资金独爱银行股？前海开源基金执行总经理杨德龙指出，近期大盘连续走低，存在超跌反弹需求，加上监管层释放宽松信号，吸引大量抄底资金入场。在全球多个股市不断创出新高背景下，A股市场不可能长期低迷，大类资产配置偏向A股特别是蓝筹股，投资者应该树立信心，提高对A股优质股的配置比例。

其实资金现在也只能抱团金融股、白马股、“中字头”品种。申万宏源证券钱启敏指出，股票型基金由于有80%的仓位要求，在市场不好的情况下，可投资价值品种不多，导致资金集中买入，这是一种被动的选择。在这些品种中，拉升起来最有效率、对指数贡献最大的无疑是权重占比最大的金融股。

海通证券首席策略分析师荀玉根指出，目前金融股是最低估、低配的板块，容易出现预期差。基金重仓股中，金融占比处于历史较低水平，其中银行占比5.2%，非银行金融为2.2%，大幅低配。金融股低估值低配本质上源自于对宏观经济企稳没有信心，下半年只要经济增长平稳，就会修复对银行股的预期，而且金融监管加强最终利于大银行。

而顺势而为，或许是当前的上策。有市场人士指出，经过这两波重击，对于超跌股的反弹可以考虑减仓一部分，切换到权重银行股上，以求在极端风格的行情中自保。实际上，炒股不能太倔强，眼下的形势显示出，陆续有资金叛变到对面阵营。

券商与信托板块的走势未来还要看业绩，因为这两个板块业绩下滑明显，估值普遍较高，再加上当前“去杠杆、防风险”背景下，很多业务在收缩，对券商与信托的业绩有较大影响，因此这两个板块还是超跌反弹行情。

### 回调低吸金融股

从估值上看，目前板块市盈率（TTM）为20.14点，处于历史中等水平。展望后市，中信建投证券分析师杨荣表示，利率上升或者维持在高位只是决定准备金补计提释放利润时点的先后，而趋势早已产生。在国家不断出政策引导长期保障型产品的背景下，回调是买入保险股的机会。

杨荣认为，今年券商股买入的逻辑只有两条：一是IPO提速对业绩弹性贡献较大；二是经纪业务占比低，创新强、各业务条线均衡。这样的品种攻击性会比较好。如果只是把券商当作防守的板块，不如选择保险板块。

展望大盘后市，刘光恒表示，周四大盘早盘窄幅震荡一度飘绿，但在金融板块强力护盘带动下，大盘逐级回升。午盘在浦发银行涨停刺激下，金融板块全线大涨，市场情绪反转，信心倍增，成交放大。目前看，大盘收出一放量大阳线，价涨量增，大盘不仅站在3100点之上，还突破了多条均线，显示多头上攻力量强劲。K线上双底形态基本上确立，预示后市大盘将转身上运行。不过，由于涨幅过大，如果量能不能持续放大，大盘有回抽确定3100点的可能。操作上，回调是低吸金融板块的好机会。

分析人士指出，短线来看，资金博弈使得股价异动，但接盘力量较强，公司内部问题如果得到澄清，大概率逐步企稳。（张怡）

### 时代出版连续跌停

时代出版日前公告称，公司拟发行股份约8091.55万股，作价15.03亿元收购游戏公司江苏名通，本周三复牌后一字跌停，当日成交额仅为224万元。昨日该股再次一字跌停，但成交额放大至3003万元。

根据未经审计的财务数据，江苏名通2016年度实现营业收入18560.76万元，实现净利润10315.18万元；公司2017年1月—4月合计实现营业收入6018.15万元，占2017年度预测总收入的比例为24.69%，累计实现净利润2895.83万元，占2017年度预测净利润的比例为26.41%。

龙虎榜数据显示，昨日买入时代出版金额前五位均为券商营业部席位，但买入金额较小。而昨日卖出时代出版金额前五位中有一家机构专用席位，卖出了2713.68万元，其余券商营业部席位的卖出金额较小。

分析人士指出，公司近年来产业布局全面推进，此次资产重组的顺利推进是时代出版继

### ■ 金牛策略汇

#### 海通证券荀玉根：盈利变化成为影响市场的主要变量

影响市场的三个核心变量分别是流动性、企业盈利、制度和政策（风险偏好）。牛市往往伴随着利率下行或利率水平处于低位。企业盈利则是牛市重要支撑，但盈利改善有多种途径，周期性增长、改革创新都可以带来盈利改善。而风险偏好抬升通常因为制度和政策发生重大变更，改变了市场预期。

A股2012年—2014年震荡市，资金前平后紧，盈利结构分化，上证综指累计涨跌幅仅-5%，而创业板指涨幅达98%，主板净利润增速从1%提高到9.8%，而创业板净利润增速从-1.5%提高到18%，市场表现为结构性机会。2014年—2015年牛熊主要源于资金。股市从危到机，对市场乐观，主要源于市场资金面出现变化，利率下行趋势为A股牛市启动提供了先决条件，2014年7月底开始，牛市缓缓启动，在2014年11月央行正式下调存贷款基准利率，叠加“沪港通”开通的政策利好之后，上证综指进入快速上涨阶段，推动市场上涨的核心逻辑从基本面切换到资金面。

2016年1月底再次步入震荡市，盈利增长对冲资金略紧。目前悲观的投资者主要是担忧资金面的变化，认为在去杠杆、强监管的背景下流动性已经出现拐点。但其实2016年以来，推动市场震荡中框抬升的核心动力已经从流动性改善切换到基本面的改善，盈利的变化已经成为影响市场的主要变量。预计2017年盈利增长回到两位数，预计全年净利润同比增长有望达到14%，ROE则有望达到10%。盈利的回升源于两个力量，改革转型带来盈利周期的复苏以及行业结构的优化。

市场中期格局仍定性为震荡市，盈利改善对抗资金略紧，金融监管不是货币政策系统性收紧，宏观背景类似于2013年，系统性机会和风险都不大，市场整体波幅可能处于历史低位，所谓系统收敛。市场的核心矛盾是结构性高估，或者说结构性估值和盈利的不匹配，通过结构分化来消化，所谓结构发散。配置角度行业意义弱化，公司地位意义上升，即以二维视角思考，选各领域业绩增长确定的一线龙头股。前期涨幅较高的白酒、家电、电子、中药等白马股不能集体补跌，但分化会更大，一线龙头估值盈利匹配度较优，强者恒强。放长点看下半年，重视金融股，下半年只要经济增长平稳，就会修复对金融股的预期，而且金融监管加强最终利于大银行。

#### 华创证券王君：感知抵抗中的结构变化

市场在危险的边缘再度走出深V二次筑底形态。当下投资者最应当关注两点，一是捕捉下跌量衰竭的迹象，二是捕捉在抵抗过程中的结构变化。市场运行永远是在轮动中完成不同风格和板块间估值的分化和收敛，而制度约束虽然会对轮动力量形成阶段性抑制，但在市场自发地不断地抵抗以消耗下跌动能的过程中，究竟还是流露出未来资金可能流动方向的线索。

#### 中信建投夏敏仁：渐行渐近的MSCI

2017年国内资本市场环境的改变、内地与香港市场互联互通机制的全面构建以及监管层同MSCI达成的认同，都大幅提升了A股纳入MSCI中国指数和MSCI新兴市场指数冲关成功的概率。MSCI公司对A股纳入其指数体系的框架进行调整，新方案在前期的基础上进一步提高了纳入标的所需满足的要求，并用新的互联互通机制取代原有的QFII机制作为覆盖条件。从资金规模来看，A股纳入MSCI指数体系所能带来的实际总量效应有限，历史经验显示是否被MSCI指数所接受并不会成为影响股市走势的主要驱动力。且由于纳入MSCI被动指数并不等同于受到主动认可，再加上市场预期的提前透支，短期内很难对A股价值中框形成直接影响。但MSCI预期以及海外长线资金的引入，无论是对投资者结构的改变还是对市场风格的引导都起到了重要的作用。

潜在纳入MSCI标的组合在2016年以来持续跑赢上证综指，尤其在本轮下跌中呈现出较强的抗跌属性，相较于上证综指和沪深300都有显著的超额收益。结合2016年以来A股微观生态以及投资者结构的变化，A股纳入MSCI指数将进一步增强机构投资者对收益性质和低风险偏好属性，助力市场风格由绝对收益和散户主导的风格向“绝对收益特征”切换。A股纳入MSCI依旧利好价值蓝筹板块，包括大金融、大消费以及传媒、计算机等领域的科技龙头。在周期下行、利率进入上升通道、监管加强的背景下，价值回归与抱团取暖依然是A股的趋势所在。配置上坚定大消费主线，消费龙头的确定性溢价和防御性依然有相对优势。另外，前期诸如传媒等新兴消费成长板，估值已接近历史低位，其出色的成长性或将引发市场对“价值”的再定义。

#### 周四涨幅居前的申万一级行业指数

名称	涨跌幅	成交金额(亿)	20日涨跌幅	60日涨跌幅	年初至今	市盈率(TTM)
非银金融	4.18%	318.08	5.92%	0.99%	2.87%	21.2404
银行	3.36%	322.76	4.79%	-0.24%	5.30%	6.8502
房地产	2.51%	245.54	-3.96%	-5.27%	-4.53%	15.9217
果糖	1.85%	110.62	-0.97%	-7.79%	-5.83%	48.6609
钢铁	1.82%	68.75	-1.31%	-9.50%	1.34%	19.2785
国防军工	1.48%	49.09	-16.78%	-20.72%	-15.29%	144.4799
综合	1.30%	31.05	-8.79%	-16.34%	-17.60%	48.4846
建筑装饰	1.19%	211.98	-6.51%	-6.66%	-2.91%	17.4092
有色金属	1.10%	144.73	-6.34%	-13.16%	-7.62%	53.5748
商业贸易	0.90%	81.00	-5.05%	-14.29%	-13.92%	35.9019
休闲服务	0.82%	17.95	-6.21%	-11.74%	-9.60%	47.6237
化工	0.80%	281.69	-4.61%	-11.06%	-11.33%	25.1402
轻工制造	0.79%	95.44	-6.19%	-12.60%	-11.33%	33.3864
机械设备	0.72%	298.25	-5.38%	-11.14%	-9.32%	63.6146
通信	0.71%	92.68	-3.08%	-9.98%	-10.02%	79.8105
计算机	0.68%	204.22	-3.91%	-9.18%	-10.29%	49.2244
建筑材料	0.68%	134.53	-7.23%	-6.49%	-10.96%	26.6925
电气设备	0.59%	180.35	-7.21%	-12.81%	-12.13%	49.5226
食品饮料	0.56%	95.03	-0.33%	-4.67%	10.16%	29.8385
交通运输	0.55%	125.51	-1.96%	-3.41%	1.17%	23.7973
纺织服装	0.52%	66.44	-5.11%	-13.91%	-15.17%	29.2302
汽车	0.44%	148.27	-5.47%	-8.15%	-4.63%	17.2946
传媒	0.41%	111.53	-2.48%	-13.22%	-14.15%	32.7031
公用事业	0.36%	295.83	-3.56%	-2.26%	0.23%	25.229
农林牧渔	0.34%	66.30	-7.79%	-15.73%	-16.75%	25.76
医药生物	0.24%	181.37	-2.49%	-4.53%	-3.94%	37.4903
电子	0.01%	196.76	-1.99%	-2.14%	-0.56%	42.3126
家用电器	-0.41%	93.90	-0.51%	6.11%	13.93%	20.4275