

财富圆桌

创业板相对主板估值步入历史低谷

小票逆袭不易 “大象”健步亦难

□本报记者 叶涛

2018年以来A股市场剧烈分化,大小盘股割裂加剧。随着沪综指15个交易日拉出14个阳线,创出两年新高,接下来是小盘股迎来逆袭时间,还是大盘股继续唱响主旋律?中国证券报就此邀请南京证券研究所所长周旭、信达证券高级策略分析师谷永涛、平安信托投资副总监魏颖捷展开讨论。

蓝筹占优或延续

中国证券报:节后大盘连续上攻,创出两年新高。接下来,以消费、大金融为代表的蓝筹股是否仍是行情焦点?

周旭:节后指数连续创出“熔断”以来新高,上证50指数一如既往担当反弹先锋,消费、大金融为代表的蓝筹股连续两年强势表现的背后是A股机构化、国际化进程中核心资产价值的重估。

从基本面的角度看,消费龙头股的估值修复行情已经接近尾声,未来股价的进一步上行需要依靠业绩的提升。目前两市已经步入年报披露阶段,业绩超预期的个股股价仍有进一步上行空间。对于金融板块,目前A股市场银行、保险板块估值相比较于海外市场仍属于低估,随着A股国际化进程的提提高,金融板块依然存在估值修复空间。且国内宏观经济企稳回升,企业资产负债表不断修复下,银行景气度向上的逻辑依然存在,为股价上行提供空间。但就短期来看,目前市场虽有增量资金入场的迹象,但两市量能依然维持在50000亿元上下,承接资金不足的情况下,上证50逼空式的行情难以持续,短期存在休整需求。

谷永涛:元旦之后,上证综指震荡攀升,已经创出两年来新高,但是如果从结构的角度看,市场分化仍然严重。从指数上看,元旦之后上证50指数和中证100指数涨幅最高,中小板和创业板相关指数涨幅最低。从个股的涨跌幅来看,统计2017年年底前上市的个股,截至2018年1月18日收盘上涨个股为1495只,下跌数量为1789只。

目前市场对蓝筹股的偏爱,基本延续了2017年的市场格局。市场呈现出蓝筹股风格,与当前的经济环境有关。我国经济数据以及全球宏观形势均呈现好转,2017年市场对于经济复苏的预期得到部分验证。在宏观经济复苏的背景下,经济基本面改善的预期不断加强,投资者对于业绩的认可度也在提高。对比我国的市场结构,蓝筹股相对而言盈利能力更强,多个个股处于估值合理区间。

此外,目前市场的利率水平依然处于高位,对估值的压制仍然存在,高估值个股受到的影响更为明显。综合目前的市场环境,经济复苏预期仍在,投资者对于业绩的认可度有望进一步加强,利率中枢高位震荡的格局下,高估值个股表现仍然受到压制,市场格局延续蓝筹股风格的概率较大。

魏颖捷:节后价值和题材分化加剧,背景是金融去杠杆下确定性溢价的体现。在2017年宏观经济增速超预期,利率债为代表的无风险收益率上行,金融强监管和去杠杆的导向仍在加剧的环境下,市场的风险偏好仍处于压缩状态。

年初以来表现好的金融、消费板块的逻辑为业绩稳定,估值合理。以大金融为例,市

场对于影子银行扩张带来的坏账担忧随着金融监管而逐步降低,资产质量提升带来的内生估值中枢提升空间超过了无风险利率上行对估值中枢的压力。随着去产能和供给侧改革的收效,传统产业的头部集中效应会更加明显,如房地产。相反,2013-2015年活跃的大部分中小创受到无风险利率上行的压制,估值水平只是处于历史均值,并未出现低估。市场上,2018年以来募集“爆款”的公募基金和私募基金,多数都是以白马价值策略为主,这部分资金作为增量资金,短期内对于白马和蓝筹仍会有一定提振。

结构性行情依旧

中国证券报:元旦后创业板先扬后抑,接下来是否有可能迎来补涨?短期风格会不会有所切换?

周旭:目前两市微观层面分化明显,创业板及中证1000指数均创下本轮调整以来新低。压制创业板表现的因素主要有两个。

一是估值回归问题。目前创业板估值在40倍左右,其估值相对主板的溢价率已经处于历史较低水平。但随着一批“创蓝筹”泡沫的破灭,小市值个股成长性更高的逻辑已经不能为市场所接受。在创业板业绩增速相对主板更具优势的时间点来临之前,市场对其内生增长能力的质疑难以缓解。

二是节后在央行呵护下,市场流动性环境较节前有所缓解,但资金利率却依然易上难下,国债期货市场弱势调整。稳中偏紧的流动性环境下,市场更青睐防御性板块。因此短期来看,市场出现风格切换行情的可能性有限。但随着年报业绩的披露,部分创业板个股业绩可能会超出市场预期,估值和业绩匹配的个股会存在结构性机会。

谷永涛:目前市场对于创业板的认识有分歧,一方面是板块持续弱于全市场的表现,一方面是创业板整体的绝对估值水平依然较高。虽然当前指数的估值水平相对于历史高位有大幅下降,但绝对估值仍然较高。但通过对板块内个股的估值分析,发现其估值差异较为明显,部分个股估值水平已经位于全市场中枢以下。此外,在经济复苏的背景下,个股的资产负债表也有所修复,板块内部部分优质个股的成长性已经逐渐显现。

对于创业板而言,应该避免用板块的眼光整体看待,而应该更加关注个股。在经济复苏的环境中,市场对于业绩的关注度提升,创业板中盈利能力较强、业绩增速稳定且估值不高的个股,有望获得市场配置。

值得注意的是,目前创业板整体的商誉占比依然较高。根据2017年三季报分析,创业板板块整体商誉值,已经占其净资产的20%,为三季度净利润的3.3倍。企业商誉需要做减值测试,尤其是年度财务报告中,审计会更加严格。



魏颖捷:创业板面临的压力是无风险利率上行背景下的估值承压,同时宏观环境体现出利润向行业头部公司集中的趋势,对于不处于行业绝对龙头地位的创业板公司而言,股价转势与否面临内生性增长与无风险利率上行之间的博弈。但创业板趋势性行情的契机尚未出现,更多的是创业板公司内部的分化。有基本面支撑和内生增长稳定的创业板公司会逐步走出慢牛趋势,而依靠概念和题材的公司仍会承压。

以业绩为准绳择股

中国证券报:结构性行情之下,投资者应如何操作,中期和短期机会何在?

周旭:结构性行情下,投资者应该坚守以业绩为准绳精选个股的理念。中期来看,我们认为大金融、大消费以及部分具有技术“护城河”的科技股依然是市场主要的机会所在。银行净息差改善,不良资产率企稳是行业基本面发生的重要变化。目前A股银行板块PB为1.15倍左右,与国际上相比依然具备优势。保险行业受益于居民理财及防患意识的提高,保费收入维持稳中向上,十年期国债收益率的提升直接增厚行业利润,保险行业基本面持续上行。对于大消费板块,随着居民可支配收入的提高,对于高端品牌的消费欲望将得到提升,因此行业景气度依然向上。但短期部分蓝筹股估值已经处在历史偏高的水平,未来股价的空间取决于业绩。短期来看,目前两市逐步步入业绩公布的窗口期,部分成长性确定的个股前期遭到错杀,因此存在向上修复空间,建议投资者积极关注。地产、建筑等前期滞涨的蓝筹板块估值依然处在较低位置,短期存在一定的补涨空间。

谷永涛:通过对市场数据的统计,2018年元旦至今的市场格局,仍然延续了2017年的主要特征,一方面是蓝筹股表现相对较好,另一方面是周期股与价值股配置动力仍然较强。中期而言,蓝筹股、周期股和价值股仍然有较高的配置价值。

虽然2017年价值白马股涨幅较好,但对比估值情况,可以看到市盈率扩张明显低于个股涨幅,其重要原因是业绩的支撑力度较大。此外,虽然价值股的估值中枢有所抬升,但对比全市场,并无明显的估值泡沫。在我国资本市场不断深化和国际化的背景下,A股市场的估值结构有望发生结构性转变,价值股仍然有估值抬升预期。结合较强的业绩预期,价值股的配置力度依然不弱。

自2016年开始的供给侧改革,不断优化周期品行业的供给结构,2017年的冬季取暖带来的环保限产,又进一步扭转了供需结构。随着春季开工期的临近,去产能和限产导致供需结构的改变,有望在市场上不断演绎出来,带来中期的行业投资机会。

魏颖捷:目前A股的操作难度很大,市场热点主要集中在白马和蓝筹,上述品种处于价值重估和价值高估的过渡期。随着机构抱团配置需求在股价上逐步反应,白马和蓝筹的短期安全边际正在下降。短期看大金融和大消费等概念还有惯性空间,但中期面临分化的概率很大。中期的机会还是集中于泥沙俱下的中小创中,其中不乏价值股。在市场风格向价值型和业绩转型,A股市场偏好与国际接轨的大趋势下,未来市场对于个股的关注会从单纯的大盘和小盘转向行业和公司具体判断,如中小创中的医疗保健、互联网概念等有布局机会。



赵伟,长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员,中国保险资管协会特约研究员、中国首席经济学家论坛高级研究员。

债券配置价值逐渐显现,但交易性机会仍需等待。对于交易型机构而言,杠杆行为或继续受到压制,建议多看少做,降低杠杆、久期,对配置机构而言,可以考虑逐步增加对长端利率债、高评级信用债的配置。

环保限产、原油价格上涨等因素或带来

谷永涛:通过对市场数据的统计,2018年元旦至今的市场格局,仍然延续了2017年的主要特征,一方面是蓝筹股表现相对较好,另一方面是周期股与价值股配置动力仍然较强。中期而言,蓝筹股、周期股和价值股仍然有较高的配置价值。

虽然2017年价值白马股涨幅较好,但对比估值情况,可以看到市盈率扩张明显低于个股涨幅,其重要原因是业绩的支撑力度较大。此外,虽然价值股的估值中枢有所抬升,但对比全市场,并无明显的估值泡沫。在我国资本市场不断深化和国际化的背景下,A股市场的估值结构有望发生结构性转变,价值股仍然有估值抬升预期。结合较强的业绩预期,价值股的配置力度依然不弱。

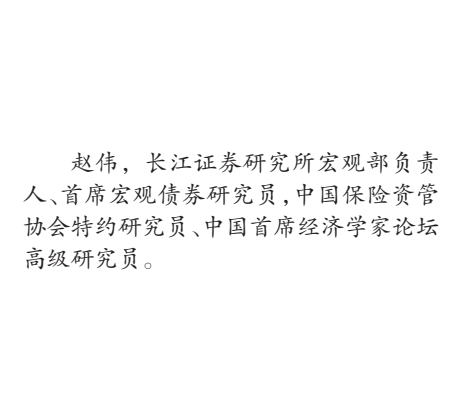
自2016年开始的供给侧改革,不断优化周期品行业的供给结构,2017年的冬季取暖带来的环保限产,又进一步扭转了供需结构。随着春季开工期的临近,去产能和限产导致供需结构的改变,有望在市场上不断演绎出来,带来中期的行业投资机会。

魏颖捷:目前A股的操作难度很大,市场热点主要集中在白马和蓝筹,上述品种处于价值重估和价值高估的过渡期。随着机构抱团配置需求在股价上逐步反应,白马和蓝筹的短期安全边际正在下降。短期看大金融和大消费等概念还有惯性空间,但中期面临分化的概率很大。中期的机会还是集中于泥沙俱下的中小创中,其中不乏价值股。在市场风格向价值型和业绩转型,A股市场偏好与国际接轨的大趋势下,未来市场对于个股的关注会从单纯的大盘和小盘转向行业和公司具体判断,如中小创中的医疗保健、互联网概念等有布局机会。

谷永涛:通过对市场数据的统计,2018年元旦至今的市场格局,仍然延续了2017年的主要特征,一方面是蓝筹股表现相对较好,另一方面是周期股与价值股配置动力仍然较强。中期而言,蓝筹股、周期股和价值股仍然有较高的配置价值。

虽然2017年价值白马股涨幅较好,但对比估值情况,可以看到市盈率扩张明显低于个股涨幅,其重要原因是业绩的支撑力度较大。此外,虽然价值股的估值中枢有所抬升,但对比全市场,并无明显的估值泡沫。在我国资本市场不断深化和国际化的背景下,A股市场的估值结构有望发生结构性转变,价值股仍然有估值抬升预期。结合较强的业绩预期,价值股的配置力度依然不弱。

自2016年开始的供给侧改革,不断优化周期品行业的供给结构,2017年的冬季取暖带来的环保限产,又进一步扭转了供需结构。随着春季开工期的临近,去产能和限产导致供需结构的改变,有望在市场上不断演绎出来,带来中期的行业投资机会。



赵伟,长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员,中国保险资管协会特约研究员、中国首席经济学家论坛高级研究员。

债券配置价值逐渐显现,但交易性机会仍需等待。对于交易型机构而言,杠杆行为或继续受到压制,建议多看少做,降低杠杆、久期,对配置机构而言,可以考虑逐步增加对长端利率债、高评级信用债的配置。

环保限产、原油价格上涨等因素或带来

利好难觅 债市下跌概率大

□本报记者 王姝

1月19日,债券期现市场继续走弱,但跌势较前几日有所放缓,10年期国债期货主力合约收盘微跌0.03%,10年期国债活跃券收益率则续升近2BP至5.13%,再度刷新逾三年新高。

市场人士指出,近两周的持续下跌后,10年期国债收益率持续位于5%之上运行,10年期国债收益率4%也仅一步之遥。而无论从经济基本面、政策面、资金面还是海外环境来看,短期利空因素仍然占据主导,利好则几乎没有。未来一段时间内收益率仍有上行风险,不过随着债券配置价值的继续提升,配置力量的进入有望减缓债市跌势甚至有助于后续市场反弹。

10年国债再创阶段新高

1月19日,国债期货市场继续走弱,现券收益率则先下后上,最终10年期国债收益率再创逾三年新高,整体延续了近段时间的熊市格局。

从盘面上看,昨日10年期国债期货主力合约T1803早盘低开高走,上午涨幅一度超过0.12%,但随后转为震荡回落,最终报91.505元,收跌0.03%;5年期国债期货主力合约TF1803最终收跌0.06%,报95.635元。

银行间现券跟随期债波动,收益率先下后上,国债表现稍优于国开债。10年期国债活跃券170215收益率早盘震荡上行,最低触及5.1050%,窄幅运行一段时间后又开始逐渐攀升,最后一笔成交在5.1314%,较上日上行近2BP,再度刷新逾三年新高;10年期国债活跃券170025收益率开盘报3.9775%,开盘后逐渐下行至3.9550%,下午则重拾升势,最终报3.9750%,较上日上行0.5BP。

资金面上,昨日公开市场延续净投放,央行开展2300亿元逆回购,对冲当日1500亿元逆回购到期后,实现净投放800亿元,净投放规模继续收窄。资金面前日有所好转,但整体维持紧平衡,货币市场利率涨跌互现。19日,银行间质押式回购1天期品种涨7.4BP报2.8554%,7天期涨1.42BP报2.9225%。

债市疲弱趋势难改

市场人士指出,近期一系列监管政策对市场的影响仍在持续,春节前资金面易紧难松,且本周公布的经济数据好于预期,海外债市大跌对国内债市表现也形成压力。总体来看,利空因素仍然较多,而利好仍然难觅,市场预期依然谨慎,预计后续债市疲弱趋势难改。

国家统计局18日下午公布的数据显示,2017年中国GDP同比增长6.9%,实现了七年来的首次提速,也好于预期的6.8%及2016年的6.7%。2017年12月份,国内规模以上工业增加值同比实际增长6.2%,略好于前值6.1%和市场预期值6.1%;2017年全年,规模以上工业增加值同比增长6.6%,创2014年以来新高,明显好于2016年的6.0%。

安信证券称,中国经济尚未出清,但已接近底部。2018年中期中国的实际经济增长有望下降至潜在水平附近,单季经济增速难破6%。鉴于实际经济增速较为平稳,建议投资者更加关注名义经济增速的变动,若名义经济增速出现较大幅度的下行,将会对债市形成较好的支持。

“展望2018年,出口增速预计比2017年回落,基建投资大概率下行,房地产投资增速小幅回落、制造业投资增速预计有所反弹但幅度有限,消费平稳。”申万宏源表示,对于当前债市而言,监管仍然是主要影响因素,后期继续关注资管新规的落地,特别是其中关于过渡期以及理财净值化的设置,伴随去杠杆进入债市配置力量重构阶段,在此期间会对债市有扰动,但基于去杠杆已经进行一年多时间,机构已做出实实在在的相应调整,因此此轮监管冲击已相对弱化,未来债市再出现2017年2季度和4季度大幅调整情形的概率低,但在监管过渡期、理财续发方式未明朗前,预计债市配置情绪都将偏谨慎。

华创证券则表示,2017年经济平稳收官,2018年经济有下行风险,但不必悲观。未来两个月是数据真空期,而目前影响债券市场核心因素依旧是金融监管,随着文件的逐步出台,业务的调整,持续对债券市场造成冲击,叠加通胀预期升温、海外利率上行等因素,债券收益率仍有上行压力,建议机构保持谨慎操作。

展望2018年,国泰君安证券分析称,基本面层面,高增长持续,通胀预期抬头,企业盈利维持中高速增长。对经济增速的判断分歧不大,主要的预期差可能来自通胀和监管。债市因为已经与基本面开始持续背离,一旦监管的因素弱化,仍然存在回归中枢的动力,但是在整体通胀中枢抬升、全球货币政策趋势性收紧的背景下,难有趋势性机会。

华泰期货获上期所天胶“保险+期货”项目优胜奖等奖项

在不久前上期所举办的2017年天胶“保险+期货”项目的颁奖大会上,华泰期货荣获项目优胜奖、深圳分公司机构业务三部总经理周世博荣获“个人突出贡献奖”。此项目由上海期货交易所支持,华泰期货、华泰长城风险管理子公司联合人保财险琼中支公司,在国家级贫困县地区——海南琼中开展天胶“保险+期货”项目。该项目一共赔付了76.6万元,人均赔付超过了2000元,根据琼中2017年扶贫标准,人均收入达到3023元以上,就实现脱贫,因此,本次项目的实施,真正实现了“精准扶贫”。

据介绍,2017年华泰期货开展天胶“保险+期货”项目,覆盖了种植面积6306.14亩,覆盖222024株橡胶树,覆盖农户632户,其中,贫困户142户。

整个项目从2017年6月28日开始运作,分为两个阶段来进行运作,到11月17日结束,通过人保财险琼中支公司与琼中长征联富、南吉及安民三个合作社提供了保障,按照15105元/吨的保障价格来对胶农实施保护,总共支付保费211.47万元,保费由华泰期货“精准扶贫”专项资金来支付,当地胶农、合作社与地方政府不需要保费。在华泰期货高度负责的专业运作下,整个项目运行顺利,并赔付了76.6万元,特别正值2017年9、10、11月三个产胶旺季的时机,橡胶价格从17800元/吨下跌到了13000元/吨,给胶农的收入带来了巨大的减少,而正是天胶“保险+期货”项目的实施,使得虽然股价出现了下跌,但是胶农的收入一样没有得到减少。(马奕)

市场连线

长江证券赵伟:关注成本推动型通胀压力

□本报记者 王朱莹

“随着成本推动型通胀压力的持续释放,2018年通胀中枢或明显抬升。成本端通胀压力释放带来的通胀回升,有利于中下游企业盈利修复,进而有利于相关板块的估值提升。”长江证券研究所宏观部负责人赵伟在接受中国证券报采访时表示。

中国证券报:2018年经济会呈现哪些特点?

赵伟:2018年,新经济板块弹性较高,可能实现加速发力。制造业投资结构性修复,居民消费需求将持续释放。2017年以来企业盈利改善、内生动能修复,将对2018年的制造业投资和居民收入改善形成一定支持。地产投资转向库存驱动逻辑,一、二线城市商品房住宅库存降至近年低位、回补需求旺盛,地产投资增速在2018年或略有下行,但幅度有限。

经济结构优化将继续加快。当前新经济所属板块约占投资比重的1/3和产出比重的1/5,具备较高的成长性和弹性。

中国证券报:物价变化、货币政策将对资本市场带来何种影响?

赵伟:2017年3季度以来,成本推动型通

胀压力显性化,将是2018年重要风险点。近期价格变化,不断验证我们前期的预判,成本端压力的显性化,已在多个行业有所体现。

然而,通胀压力的抬升也会影响市场对于货币政策的预期。历史经验显示,通胀压力上升时,货币政策往往较难宽松,在通胀压力较大时,甚至可能阶段性收紧。考虑通胀回升和金融防风险持续推进等因素,类似2014年、2015年宽松的低利率环境不会再现,流动性环境或继续保持中性略紧。在这种环境下,流动性环境对股市整体走势判断的指示性减弱,需要更加注重对股市结构性机会的挖掘。

中国证券报:你对2018年大类资产配置有什么建议?

赵伟:2018年股票、债券和商品均存在结构性或阶段性机会。

新经济加速发力下,股票市场存在结构性机会,高端装备制造、新材料、新能源汽车、节能环保、生物医药、新能源、新一代信息技术、数字经济等多个板块值得重点关注。

2016年4季度以来,债券市场经历了大幅调整,缘于经济基本面和流动性环境、相关政策等多方面因素的影响。伴随债市持续调整,