

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5000亿元上下,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,多数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“创业板”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。但通过对板块内部个股的估值分析,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: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。

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。

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。

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、数字创意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,

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出现,流动性环境或继续维持中性略紧。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、数字创意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,

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

市带来何种影响?

赵伟:2017年3季度以来,成本推动型通

平安信托投资副总监
魏颖捷信达证券高级策略分析师
谷永涛

南京证券研究所所长 周旭



主持人:本报记者 叶涛

魏颖捷:创业板面临的最大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。

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。

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、数字创意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,

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出现,流动性环

境或继续维持中性略紧。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、数字创意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,

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出现,流动性环

境或继续维持中性略紧。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、数字创意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,

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

市带来何种影响