

明星分析师解码A股：风格转换套路在颠覆

未来高估值成长股可能震荡向上,低估值周期股徘徊难涨



翟超/制图

证券时报记者 罗峰

A股昨日银行股全部收跌,推动上证指数再探阶段新低,这是中央汇金公司上周五公告增持金融股后的第三个交易日。汇金公司增持本是提振市场信心的利器,但这一次面临的不单是增持效应递减问题,更有一个大背景是股市行情跑道迟迟不能切换到以周期行业为主的蓝筹股。

6月13日,上证指数创出阶段新低2126点,汇金公司出手增持新华保险;14日出手增持光大银行;17日晚间,工、农、中、建四大银行一同公告获得汇金公司增持。在这样的密集出手频率下,上证指数本周已累计下跌近1%。与此同时,创业板处于阶段高位,并于本周一创阶段新高。两个股指形成鲜明对比。

以往A股“风水轮流转”市场套路较明显,成长股涨一波,周期股再涨一波。去年底以来的本轮行情,金融股大涨一波之后陷入震荡,代表大盘股的沪深300指数近期创出年内新低,创业板指数则近期创出阶段新高。一些投资者等待的风格转换并未到来,高估值的个股涨得更高、低估值的个股不见起色。汇金公司增持也暂未改变这种格局。

根据Wind数据统计,以2012年度公司净利润为基准,创业板昨日平均市盈率为49倍,全部A股平均水平为13倍,上证A股为10.7倍,沪深300不到10倍。A股的估值规律非常明显,不含创业板、中小板的股指估值低,蓝筹股占比越大的股指估值越低,这是近年来A股常态,但现在反差越来越大。

高估值成长股会不会见顶?低估值周期股还有翻盘的机会吗?申银万国证券研究所首席宏观分析师李慧勇说,本来大家预期应该挤创业板的泡沫,结果挤的却是主板的泡沫,过去A股产业轮动、均值回归的投资规律,可能失效了,新的模式正在崛起。

强周期股被抛弃

钢铁、能源、化工等跟宏观经济捆绑过紧的行业,短期很难让投资者找到亮点,宏观经济即使看不到下行的趋势,也难看到经济增速持续上行的动力。

创业板是今年最大的淘金板块,但周期性行业迎来更多的调研。套用以往A股的语境,大涨的创业板有点像火中取栗,低迷的周期类个股像是注地。

很多分析师们想从股价没大涨的板块中寻找业绩增长的投资品种,这种貌似安全的投资逻辑下,周期性行业受到密集研究。

瑞银证券首席策略分析师陈李带领的策略研究团队,耗时半年建立了覆盖九大制造行业的数据库,包括钢铁、水泥、化工、造纸、船舶和工程机械等。他的目的之一是研究产能过剩问题到底有多严重——该问题被市场认为是阻止大部分制造业股票上涨的主要因素之一。研究发现,总量确有过剩,产出和产能的差距正在扩大,但一些行业比如工程机械行业的产能过剩情况并不显著,不过,陈李暂时放弃了从中淘金的想法。

跟宏观经济关联紧密的强周期类股票,市场应该没有兴趣了。”陈李

昨日接受证券时报记者采访时说,根据目前A股市场的风格,他把股票重新分为三大类。

其中一类是跟投资、出口密切相关的强周期类股票,如钢铁、能源、化工等等。这些行业不管估值如何,未来6个月大部分投资者都对它们不感兴趣。”陈李说,原因在于这些跟宏观经济捆绑过紧的行业,短期很难让投资者找到亮点,宏观经济即使看不到下行的趋势,也难看到经济增速持续上行的动力。

李慧勇对强周期股同样不看好,并且认为风格很难再轮动到周期股。以前我国经济稳定,而现在正处于产业大变革时期,A股面临的时代不一样了,风格转换可能还会起作用,但可能不会和过去一样。”李慧勇昨日接受证券时报记者采访时说,按照制度、政策、要素、需求、购买力以及国际产业转移对不同行业的影响程度,以此判断主要行业未来的发展前景,他把行业重新分为三类。

李慧勇划分的其中一类便是“屌丝型行业”——钢铁、化工等简单的加工行业。过去中国经济高速发展,主要依靠投资拉动,这种粗放式的发展模式,带动了钢铁、化工等简单的重工业发展,未来随着中国经济增速放缓,以及经济转型的推进,投资占比下降,消费占比提升,这些行业的增速将大幅下滑。这是我们最不好看的一类”。李慧勇说。

今年初以来,海通证券高级策略分析师陈瑞明所在团队调研了20多家企业,发现传统制造业机台闲置率普遍在20%-50%不等(包括化纤、电气设备、小家电、重卡等行业),企业主表示产品难有提价能力。

成长股是高帅富

陈李划分的第二类,是业绩高增长或有望爆发性增长的行业。为什么创业板涨得好?你看主板最大市值的行业是银行和能源,创业板市值最大的行业是信息产业、传媒、医药等,而将来最有发展前景的正是信息产业、传媒、医药、食品等行业。”陈李说,创业板唯一的问题是太贵了,涨幅大,优质个股的市盈率一般都在35倍以上;如果首次公开募股重启之前创业板充分调整,很多投资者将逢低买入。

第三类是大金融板块,包括银行、保险、券商以及与其高度相关的地产等行业。

要说对这三类的总体看法,我对第二类成长股、第三类大金融板块的盈利增长都有信心,对第一类强周期股没信心。”陈李说。

李慧勇划分的第二类,是“高帅富行业”。医疗、环保、非银行金融、TMT(数字新媒体)、装备等行业。这些行业将受益于居民消费结构的升级和改革的推进,是新经济的代表性行业。

到这里,明星分析师的差异都不太大,主要的差异在第三类。

李慧勇划分的第三类,是“夹心层行业”。以后好日子不再那么好,但还可以的行业:银行、房地产等行业。这是在陈李那里认为将来存在投资机会的大金融板块。

李慧勇说,只要中国的城镇化进程没有结束,融资结构仍然是以银行间接融资为主,中国的银行和地产就仍然会保持超过一般水平的增长;但目前银行和地产确实面临盈利模式转

变和增长放缓的冲击,需要寻找新的盈利模式。

这三类行业中我们最看好的是高帅富行业,其次是夹心层行业,最不好看的是屌丝型行业。”李慧勇说,今年以来的资本市场和相应行业指数的表现基本上反映了经济结构的这种变化,未来仍会有震荡,但总体上还会按照这样的方向去演绎。

政策不确定困惑市场

市场风格是否会转换,是策略分析师逃避不了的命题。

陈李说,如果那些强势的创业板权重股,中报业绩依然保持一季度30%~50%的良好增速,其估值“泡沫”不会破灭,强者继续强,有调整也只是短期的;但当这些强势股的相对估值/超涨幅度达到历史顶峰以后(即创业板再超涨沪深300指数15%),市场风格会发生怎样的变化呢?

理性的回答是,投资者的关注焦点从高增长、高估值的品种蔓延到较高增长、低估值的行业。比如地产及其产业链、汽车、家电,甚至券商、银行。”——这是陈李给出的分析。

陈李对记者说:这是站在理性的价值投资者角度,而市场有它的复杂性,大金融板块本身也有着最大的困惑,那就是政策。按理说,这些行业业绩增速不错,估值又便宜,银行股市盈率为6倍、地产股为14倍,为什么缺乏投资者?大家都看不清政策。”陈李说,比如调研房地产行业,发现情况都不错:销售还可以、费用在下降、资金链还健康,关键是房价还在涨;但大家都都隐约感受到过去的政策是失效的,新政策又不清楚,所以房地产的问题不在于有没有负面信息,而是不知道政策。银行也一样,经济

增速出现疲软迹象,按理央行可能放松银根,但没看到这种信号;流动性充沛,但看实体经济又资金成本高昂,各种矛盾的乱象有点像上世纪90年代的日本,而大家对政策制定者可能如何应对经济形势的判断很不清晰。

陈李表示,现在国内外一些经济学家看空中国经济,国际投行调低中国经济增长预测到7.6%甚至低于7%,意义不大;即使经济放缓,中国经济也比大部分国家好得多。西班牙国内生产总值连续5个月负增长,但股市还能上涨;上证指数表现为何糟糕?很大原因是正逢经济下波期而很多重要的宏观政策不明确。

过往模式不再适用 屌丝难逆袭高帅富

在李慧勇看来,我国这种产业大变革有点类似1971~1973年美国股市漂亮50时期,也有点类似1985~1990年纳斯达克指数和道琼斯指数分道扬镳时期。产业大变革会对传统的投资模式产生重大的影响。

和陈李对于大金融板块纠结地看好不同,部分明星分析师认为A股的时代不一样了,惯有模式正在颠覆。

以前我国经济比较稳定,而现在正处于产业大变革时期,A股面临的时代不一样了,风格转换可能还会起作用,但可能不会和过去一样了。”李慧勇接受证券时报记者采访时,短期市场的波动会比较大,但是从稍微长些的时间看,和经济结构性调整、经济转型相适应,中国资本市场也会发生相应的变化。从大的格局看,以传统产业为主导的资本市场存量结构将逐渐被以新经济为代表的增量结构所替代。旧的格局打破,新的格局形成,资本市场将经历一个震荡期。

明星分析师关注的市场要点

证券时报记者 罗峰

除了风格转换,A股投资者关心的东西还很多,比如资金流向、股市风险等等。这些也是明星分析师的关注重点。

陈李:后市关注三大货币

瑞银证券首席策略分析师陈李指出,如果站在更广泛的角度来观察A股,我们要看全球资金流向。从现在开始到2014年,大家谈论的话题都离不开美国量化宽松政策退出的问题。美元、日元、人民币,必须关注三种货币的政策。

首先是美元,走强已经两年,能否继续走强?美联储主席伯南克将于2014年1月离任,且已表明不连任的态度。伯南克已把量化宽松政策做到极致,后任怎

样退出量化宽松政策,资金会不会离开新兴市场回到美国,这种担忧近期已经体现在新兴市场的暴跌上。期间伴随日元激烈贬值、日本股市大跌,A股上证指数也创出阶段新低,货币对全球股市的影响成为重要观察窗口。

然后是日元。日元贬值失控的担忧已经体现在日本股市的重挫上。日元贬值刹不住车,上世纪90年代中期曾经发生过;这次,日元也有从主动性贬值延续成被动型贬值的趋势。最后是人民币。经济增速下降,金融体系环境恶化,但人民币持续升值,这种矛盾的现象值得警惕,和日本上世纪90年代的问题有点相似。

李慧勇:股市三大风险待解

申银万国证券研究所首席宏观分析

在李慧勇看来,我国这种产业大变革有点类似1971~1973年美国股市漂亮50时期,也有点类似1985~1990年纳斯达克指数和道琼斯指数分道扬镳时期。产业大变革会对传统的投资模式产生重大的影响。

产业轮动、均值回归等规律可能还会起作用,但其作用形式可能会和过去不一样。想必大家都关注到了创业板涨、沪深300跌的反差,本来大家预期应该挤创业板的泡沫,结果挤的是主板的泡沫。”从这些反差出发,李慧勇在思考均值回归规律是不是不适用A股了。

李慧勇说:我思考的结果是:均值回归、风格轮换可能只适用于稳态的市场,对应的是产业结构稳定的稳态经济。而现在正处于产业大变革时期,新经济有多好,旧经济有多坏都是未知数,因此难以用历史的估值高低去研判。这就使得看起来是泡沫的未必是真泡沫,看起来便宜的未必是真便宜;估值高了还能再高,估值低了还能再低。”特别是在经济L型底部震荡的情况下,大量的资金主动或者被动地扎堆于新经济股票,更会人为拉大本本来就比较大的差距。在这种情况下,用估值高低来判断风险的有效性受到挑战,更应该通过寻找真正有投资价值的方式来避免泡沫化的风险。

风格切换的胳膊 扭不过经济转型大腿

中国的实体和金融体量大,整个资本市场不可能简单照搬台湾地区和日本案例,但企业基本面问题和上世纪90年代日本、台湾类似——成本上升、出口被替代、去产能漫长,社会谋求转型。

陈瑞明通过调研,直言风格转换的套路不再适用A股。

陈瑞明说,现在中国大约有70%的规模行业在徘徊,既不扩张,也远没到关门的地步,这使得中国的产能收缩期会很漫长。背后的机理是:在中国,到达一定规模的企业、行业,容易受到地方政策、优惠土地、相对廉价资金的照顾,使得它们即便主业下滑,依靠土地升值和贷款,照样能挺很久。即便宏观经济环比改善,亦不足以传导到传统制造业的利润变化上。最主要的原因在于2009年扩张带来的传统制造业产能过剩。

陈瑞明把他对实体经济的调研放在A股上,判断从今年开始,A股将是70%的行业趴着(传统类行业),每股收益失去弹性;20%的行业扩张(升级类行业)。”

他说,当就这个观点和国内20多位基金经理交流时,基本一致认同;但落实到投资,大小基金明显分化:小基金早已深挖个股,风生水起,但成长性小股票不够塞大基金牙缝,后者略显无奈。

部分基金人士焦急关切市场是否有周期股——成长股风格切换的可能(毕竟成长股接近40倍估值)。但我认为,长期来看,风格切换的胳膊,扭不过经济转型的大腿。”陈瑞明的参考依据是日本:该国1992~2000年,由于传统制造业沦为僵尸企业,日经指数在低位窄幅震荡了七八年;反观1992~2000年台湾股市,由于电子产业转型成功,台湾加权指数获得3倍涨幅(途中有剧烈震荡)。

陈瑞明说,中国的实体和金融体量大,整个资本市场不可能简单照搬台湾地区和日本案例,但企业基本面问题和上世纪90年代日本、台湾类似——成本上升、出口被替代、去产能漫长、社会谋求转型。从板块分化看,未来或许传统周期类股票会像上世纪90年代日经指数一样徘徊,而成长类股票会像台湾加权指数 趋势向上,但有震荡”。

业绩增长大幅低于预期,这些公司股价高歌猛进的局面可能逆转。

陈瑞明:去产能至少需几年

海通证券高级策略分析师陈瑞明表示,中国式的收缩路线图,去产能至少需几年:中国经济自2011年已呈疲态,若在充分市场化的环境下,企业收缩路线图将是:劳动力密集型、小资本的民营企业(末梢经济),再到一定规模、产能过剩的传统制造业(规模经济)。但两年时间,我们只见前者收缩,未见后者收缩(只是减少雇工、机台闲置,但随时能复产,并未消灭产能)。只有看到中西部土地价格上升,利率市场化,大量产能过剩的企业才会失去“保护”,才会进行收缩,至少还需要几年时间。