

A股正在经历“价值扩散” 机构瞄准细分行业龙头

证券时报记者 付建利

A股市场上周仍然是漂亮50成为领涨龙头,上证50指数创下年内第二大周涨幅,家用电器指数创下年内最大周涨幅。在白马价值股的一路狂飙中,部分私募基金透露,已经开始减持白马价值股,转向其他价值型品种,以及估值和业绩增长相匹配的成长股。整体上看,机构目前最感兴趣的是各个细分行业的龙头股。

漂亮50的行情还能走多久?

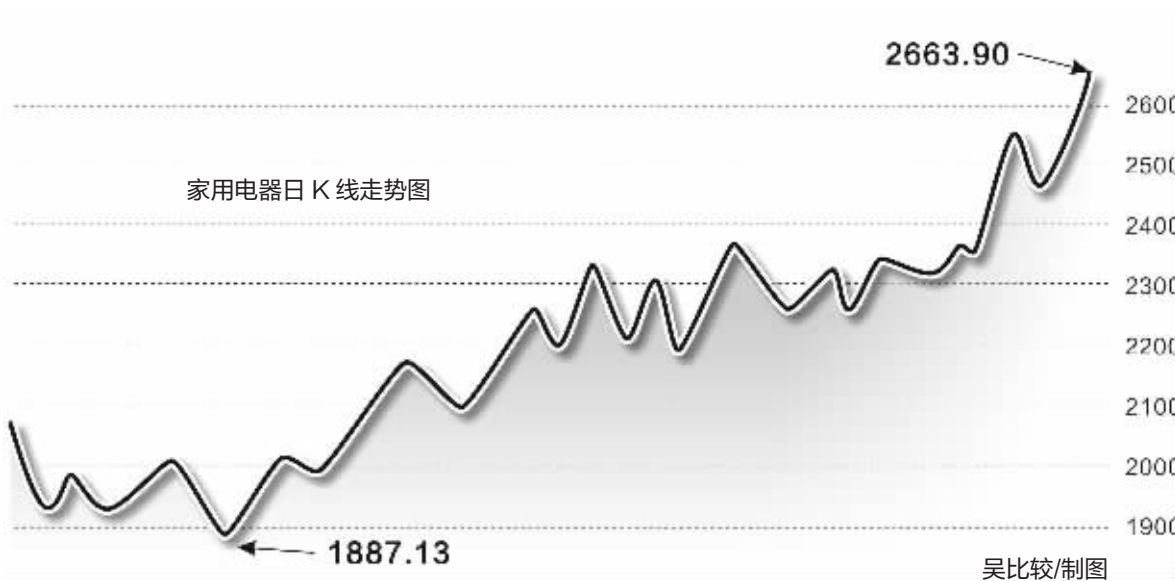
上周,上证综指周K线上涨1.1%,上证50指数周K线大涨3.11%,创下年内第二大周涨幅,创业板指数周K线则小幅下跌0.14%。A股市场上涨的龙头品种,仍然是以家电、银行、保险、白酒为代表的漂亮50。其中,家用电器指数上周大涨7.78%,创下该板块今年以来最大周涨幅,美的集团、格力电器、青岛海尔、海信科龙、小天鹅A等家电股涨幅领先。此外,保险、白酒、新能源汽车等板块涨幅也不错。

漂亮50行情已持续半年多。市场目前最关注的是,A股市场这波涨势凌厉的漂亮50行情到底能持续多久?从本质上来说,漂亮50主要是白马价值股。这些股票大多属于传统产业,但为什么今年以来涨

幅领先呢?主要还是在于这些股票估值便宜,在中小创股票动辄50、60倍的估值泡沫下,漂亮50里面的一些白马价值股不仅估值便宜,而且业绩增长也不错,比如家电、白酒,业绩增速甚至高于很多中小市值股票。

从本质上来说,A股市场对漂亮50行情的挖掘,是市场走向价值回归的过程。中小市值股票虽然代表未来中国经济的发展趋势,但A股市场一个劲地狂炒,上市公司大股东或实际控制人拼命高位减持套现,无法给股东创造持续稳定的回报。在这样的背景下,中小市值股票的高估值就无法通过业绩的不断增长来摊薄。如今,中小市值股票的挤泡沫,并不意味着这些公司所在的行业不好,而是因为公司本身的估值太贵了。白马价值股的崛起,本质上是A股市场价值回归的过程。A股市场正迎来一个全市场估值体系重构的过程,以往热衷于讲故事、博题材、玩概念的手法行不通了,追求估值与业绩增长的匹配,将成为A股市场估值体系构建的核心内容。

深圳一家大型私募基金的基金经理认为,漂亮50行情涨到今日,性价比已经越来越差了。近期,某银行股的机构动向跟踪显示,北上资金已经在净流出了。这位人士表示,漂亮50的估值波



动区间为10倍到20倍之间,初期属于正常的均值回归,但风格演绎到一定阶段,实际上风险已经越来越大了。只不过,眼下我们并不清楚这一风险的触发因素是什么。

价值扩散到各细分行业龙头

上周的A股市场,除了白马价值股,新能源汽车产业链、苹果产业链、房地产、医药、消费等板块内不少个股表现也不错。A股市场的价值投资,正在从极少数漂亮50向漂亮100、漂亮150扩散。毕竟,当这个市场的投资者对漂亮50形成

高度一致性预期时,历史经验证明,这个时候风险也越来越大。而A股市场除了这些极少数的白马价值股,还有不少细分行业的龙头,业绩和估值匹配度不错,成为机构瞄准的新目标。

深圳一位不愿透露姓名的私募基金基金经理认为,新能源汽车产业链,尤其是上游部分,很多股票经过前期的下跌,估值已经跌到可投资区间,市场正在修正此前对新能源汽车产业链的悲观预期,新能源汽车产业链符合未来发展趋势,且受到政策的大力扶持,在经过打击骗补之后,行业内的优质公司将迎来年内最大的一波投资

机会。此外,这位人士还表示,苹果8大概率创新度比较高,A股市场的苹果产业链也会再次迎来一波投资机会。

上述私募基金基金经理认为,目前A股市场指数缺乏大幅上行和下行的空间,成长股的泡沫还没挤完,但一些估值下行到30倍附近、业绩稳定增长的成长股,目前已经到了分批建仓的区间。实际上,近期已有一批成长股开始底部企稳。

整体上看,无论公募基金,还是私募基金,机构目前主要把精力放在挖掘各细分行业的龙头股上,这些股票的估值和业绩增长相匹配的程度,无疑符合机构选股的标准。

白马龙头行情持续升温

朱斌

当前持续的白马龙头行情是一种趋势,这是由三大背景条件所决定的。在这些背景条件不发生根本性变化的情况下,白马龙头的行情就很难轻易结束。

白马龙头行情的第一大背景是资金存量博弈格局明显。在金融安全重要性日益提升的今日,资金入市被明显遏制。而在经济L型、转型未到期的情况下,企业盈利亦没有快速好转的迹象,因此市场只能呈现存量博弈格局。这主要表现为三个方面:其一,从政策层面来看,货币政策逐步收紧,管理层降杠杆、防风险的意识明显提升。维护金融安全已经成为当前金融工作的核心导向。通过梳理习近平总书记近年来对金融工作的重要论述,我们可以看到高层对于总量政策逐渐审

慎,金融防风险的意识越来越显著;2012年以来的“信贷总量合理增长”已经被“防控资产泡沫、管住货币、弥补监管短板”所取代,“稳健的货币政策”也让位于“货币政策的稳健中性”。随着金融安全被提上议事日程,金融业去杠杆的过程才刚刚开始。

其二,从外部环境来看,美联储已经开启快速加息日程,未来利率仍有较大上行空间,中国不具备放松银根的外部条件。自从2015年底美联储开启加息之路以来,一直到2016年底,美联储只完成了两次加息。随着特朗普当选上台,美联储已经开启快速加息之路;2017年至今已经加息两次,预计余下的半年里仍然会有1-2次加息。而在2018-2019年,预计美联储每年都会有3-4次加息,这样能够使美国基准利

率快速回到3%左右的高点。而从美国基准利率高点的历史规律来看,这也应该是美国经济所能承受的下一个利率高点。

其三,市场资金不断流出,存量博弈甚至减量博弈格局明显。从市场的交易结算资金期末余额来看,其呈现出缓慢下降趋势,显示资金正在不断流出市场。2015年底市场酝酿“春季躁动”之时,市场交易结算资金余额尚能达到2.69万亿的峰值,现在这一数据已经下降到1.2万亿左右,足足下降了55%。与之相应的,则是杠杆资金的减少:两市融资余额由2015年底的1.2万亿,下降到了目前的8700亿左右。而偏紧的金融政策环境,进一步强化了这一资金存量博弈的格局。

白马龙头行情的第二大背景是A股的对外开放进程不断推进,外部资金对于A股定价权的影响越来越显著。从引入QFII开始,A股便开启了互联互通的进程。之后的沪港通、深港通,都为A股带来

些公司的泡沫有持续去化压力。当前A股估值的中位数是45倍,而A股的盈利增速在10%左右。小市值公司的估值泡沫更为明显:100亿以下市值的公司中,市盈率中位数为60倍,其中30倍以上市盈率的占比近90%,而100倍以上市盈率的公司占比竟然高达1/3。回顾历史,基本上每次市场底部时期,A股市盈率在30倍以下的公司占比都超过六成,100倍以上的公司占比更是10%以下。正是由于小市值公司泡沫化的现象非常显著,因此市场风格很难做到有效的风格切换:即从大票换到小票。

白马龙头行情的第三大背景是A股的对外开放进程不断推进,外部资金对于A股定价权的影响越来越显著。从引入QFII开始,A股便开启了互联互通的进程。之后的沪港通、深港通,都为A股带来

了建制的外部资金。而最近A股被纳入MSCI,更进一步确立了A股在全球资本市场中的配置地位。从纳入明晟指数的成分股来看,222家公司基本涵盖了各个行业的龙头。而从沪股通、深港通的买入情况来看,其也主要聚焦于家电、白酒、安防等中国具备世界级竞争力的行业,并且主要聚焦于其中的行业龙头。

当前上述三个方面的背景条件互为关联,相互影响:正是因为中国外部面临美联储加息压力,才使得管理层更加关注金融安全,防风险、去泡沫更加坚决。而新股持续发行,加大直接融资比重,则是金融去杠杆的重要举措。由于小公司普遍估值过高,在金融去杠杆的过程中,其去泡沫过程远未结束。综合来看,白马龙头行情趋势已成,慎言结束。(作者系西南证券高级策略分析师)

风险偏好“有限回升” 行情结构之美已现

林隆鹏 周津宇

上证50已经连续四周横盘震荡。在A股纳入MSCI指数之前,上证50指数更是迎来年内最大幅度周K线调整,但A股纳入MSCI信息公布后,前期大白马一改上周颓势,相关成分股普遍上涨,轻松收复失地,大涨3.11%,而创业板指表现明显偏弱。市场风格快速切换,近两周的成长股行情再度切换回以漂亮50为代表的白马行情。

白马行情背后反映的是消费龙头业绩景气周期面对宏观环境波动中体现的确定性,以及其股票对于金融去杠杆过程中具备的稳定性。站在当下时点,整个市场面对的是一个对于经济不确定性和金融去杠杆不确定性的预期逐步收敛的过程,叠加监管趋严实际上抑制增量资金入市,不能推动漂亮50估值

趋于泡沫化。

与历次漂亮50行情抱团于经济寒冬不同的是,本次经济总量平稳开始被确认,经济结构中“青黄不接”的问题也在改善,市场对于经济整体的关注点正因为风险偏好的回升而明显改善,已从此前的关注经济下行寻底,关注经济金融风险,转向可能出现的向上突破以及亮点行业。本轮行情表现为指数区间震荡,白马、龙头趋势向好,成长、题材持续调整,其实是市场资金择优而栖的结果。金融去杠杆、金融监管促进资金“脱虚入实”政策力度显著增强作为当下影响风险偏好的主要因素,其边际变化情况将影响行情短期趋势。

从经济、金融月度数据可以看出,继4月份金融数据出现明显的金融去杠杆效果之后,5月

金融数据延续这一走势,金融去杠杆效果继续体现。在货币政策(稳中偏紧)、宏观审慎政策、监管政策三重压制下,银行通过非银SPV(各种资管产品或通道)投放资金,最终标的包括债券、非标(类信贷)等绕开监管额外加杠杆的业务明显收缩。与此同时,企业等融资主体开始寻求信贷融资,也就表现为信贷融资需求旺盛。这种此消彼长的融资结构调整表明金融去杠杆仍在持续推进。

金融去杠杆中市场休息不等于市场休息,市场情绪短期修复,风险偏好仅“有限回升”,股票市场当下仍是存量资金博弈阶段。金融去杠杆现在处于“自查-督查”阶段,预计在7月前后完成,之后将进入四到六个月的整改期。同时,信贷、社融超预期,制造业投资大概率企稳回升,使得三季度经济不悲观,给监管

以底气,继续推进金融去杠杆。

由于金融周期中信用小周期和房价小周期的关系密切,考虑到2009年以来的金融周期,包含了三轮信用周期,三轮信用周期引致了三轮房地产小周期,并且,信用扩张周期在底部盘整的时间是12-18个月,本轮信用扩张周期底部盘整的时间大概率将至少持续18个月,即大概率将持续到2018年年中,去杠杆将延长市场L型的周期。

金融去杠杆延续,资金择优而栖,A股市场会继续呈现流动性分层趋势。在流动性分层趋势下,A股的估值系统也在发生相应变化。在IPO提速之后,A股因为供给不足的系统性稀缺性在逐步下降,但实质是稀缺性在由整体A股在向龙头公司过渡,中国版“漂亮50”只是给予最具稀缺性公司价值重估的开始。无论从经济、行业结构还是A

股内部结构来看,具有优质资产、竞争优势边际上升的行业龙头白马将继续享受“稀缺性溢价”。

前期,一线白马受资金追捧,价格上涨幅度较大,估值提升明显。一线白马极致化+风险偏好逐渐修复的过程,即是以收益风险比对冲溢价标准不完美的过程。以贵州茅台为例,PE估值从2016年初的不到16倍快速提升到了当前的约33倍,33倍估值对后续资金的吸引力明显下降,未来市场流动性边际上向中盘蓝筹和低估值中小创迁移,推动中盘蓝筹、二线蓝筹崛起。建议重点挖掘中游、消费领域细分行业龙头,看好航空、园林在行业结构改善基础上,景气度回升下的投资机会,创业板中精选业绩能够兑现且估值相对较低的个股。

(作者系国泰君安市场分析师)

北上资金加速流入重仓股 互通资金小幅增持万达关联股

证券时报记者 阮润生

作为A股成功闯关MSCI重要功臣,互联互通机制地位日益显著。上周(6月19日至23日),在MSCI入选标的中,沪股通重仓股涨幅居前,近四成标的获资金加速流入。另外,日前遭遇监管排查风波的万达、复星系部分个股也获互通资金小幅增持。

南北同步净买入

数据显示,本周延续了近期互通资金“北热南冷”局势,沪股通使用额度达26.63亿元,扭转上周互通资金流出局面,深股通额度使用则环比增长近3倍达到50.81亿元,相比通过沪、深市港股通南下资金额度使用61.75亿港元。互通资金成交也比较活跃,南下资金净买入力度环比大幅增加,从而实现6月首次单周南北双向净买入。其中,沪市港股通从上周净卖出26亿港元变为净买入20.62亿港元,深市港股通也接近翻倍至21.05亿港元。

自互联互通机制开通以来,资金整体流向呈现“南热北冷”局面。Wind统计显示,今年以来,南北资金流量剪刀差有所收窄。特别是6月以来,北上资金回流趋势比较明显,已经连续三周周流入规模超过南下资金。在一定程度上,资金总量方向逆转反映了此前A股纳入MSCI预期。

重仓股再加码

本次入围MSCI的222只个股中,本周内超过半数个股股价维持上扬,近四成个股持股比例增长,集中在家电、非银金融等板块,其中沪、深股通重仓股标的股价涨幅居前。

深股通持有海康威视比例最高,也是在MSCI标的个股中增持比例变动最大个股,截至6月23日持股比例达到6.92%。

深股通重仓标的的的美的集团也在本周增持至5.76%,周内涨幅达13.88%,在MSCI标的中仅次于天茂集团。另外,威孚高科、东阿阿胶、青岛海尔、老板电器等也获深股通持续增持,且股价录得上涨。沪股通持股比例最高的上海机场也再获增持,最新持股比例达到28.1%,期间股价上涨5.76%。方正证券增持变动幅度仅次于海康威视,最新比例达到17.98%。伊和股份、长江电力、贵州茅台等也获增持。

另外,北上资金小幅减持中金岭南、福耀玻璃、宇通客车、中信证券等。

力挺复星增援万达关联股

6月22日,传闻称银监会大型银行部紧急电话要求排查万达、复星等公司境外投资借款情况,万达系现股债双杀,后复星系午后急跌,而互通资金活跃成交,甚至趁机增持个股。

在排查风波当天,作为沪、深港通标的,复星国际即获南下资金活跃成交约3.1亿港元,占该股当天成交总额近一半。其中净买入合计3073万港元,次日股价翻红收涨后再度登榜成交活跃股,港股通(深)净买入591.49万港元。截至6月23日,港股复星医药持股比例增至9.57%,不过复星国际持股比例下调至3.34%。

万达系中,北上资金持有万达电影本来不多,周内持股略降至0.62%,上市公司23日则公告控股股东万达投资拟未来3个月内增持公司股份,累计增持金额不超10亿元。不过,万达系关联个股中,部分互通标的个股本周获北上资金增持,杉杉股份、华谊集团、中航资本、新华联和华策影视期间持股比例均增长;中国平安、中国中铁持股比例下降。上述个股中,除中国平安持股2.98%外,互通资金持股比例未超过1%。

据证券时报记者此前统计,参与万达商业私有化项目投资的A股上市公司,包括了皇氏集团、国中水务、杉杉股份、工商银行,和中国中铁、中国平安、中航资本等“中字头”公司。另外,作为万达集团影视制作业务的核心资产,万达影视拟被注入上市公司,不过,去年中止。万达影视股东名单中,泛海控股旗下泛海股权投资管理有限公司持股约6.72%,新华联的控股股东新华联控股和华策影视也均有持股。

【注意:沪港通、深港通持股比例来自港交所披露,因交付制度、交易所调整差异等因素导致股份变动未反应实时反应,如有差异以上公司公告为准】

近5日MSCI标的互通资金持股比例增加前15				
证券简称	周涨跌幅(%)	持股数(股)	占比	持股比例变动
中国国旅	0.39	94926033	4.86%	-5.14%
中金岭南	2.82	14436991	0.65%	-0.22%
福耀玻璃	4.59	224795090	11.22%	-0.18%
宇通客车	1.81	242725090	12.75%	-0.17%
中信证券	3.86	158840853	1.61%	-0.16%
中国动力	-4.17	20574652	3.92%	-0.13%
海天味业	2.63	92603549	3.43%	-0.11%
保利地产	6.39	117568420	1.00%	-0.08%
华泰证券	4.00	54832680	1.00%	-0.08%
白云山	0.28	3565458	0.33%	-0.08%
特变电工	0.31	28236307	0.76%	-0.07%
永辉超市	6.14	63932231	0.98%	-0.06%
中航飞机	0.38	4009191	0.14%	-0.06%
洋河股份	1.30	34515878	2.29%	-0.05%
潍柴动力	7.22	32722486	1.08%	-0.04%

数据来源:MSCI,Wind,港交所