

# 核心资产估值回撤 3万亿元利润背后谁能穿越牛熊

■本报记者 张颖 吴珊 见习记者 任世碧

春节后A股画风突变,蓝筹股大幅回撤,拖累指数持续下行。以沪深300成份股为代表的A股“核心资产”能否企稳,将对大盘起到定海神针的作用。同花顺数据统计显示,沪深300成份公司的盈利能力已从2011年的净利润16240.99亿元,增长至2019年的32398.89亿元。

在业内人士看来,部分核心指标和资金交易行为显示,突出的定价核心矛盾得到阶段性调和,价值的安全线开始成为重要参考。

那么,“核心资产”调整何时结束?企稳后这类资产还会成为今年的投资主线吗?

## 沪深300结构性高估值部分消化

《证券日报》记者根据同花顺数据统计发现,截至3月24日收盘,沪深300成份股的总市值达到47.77万亿元,占到全部A股总市值的57.04%,此外,无论是营业收入、净利润,还是分红的绝对水平,沪深300成份股所代表的企业都是A股当之无愧的核心资产。

与国内上证指数(15.59倍)、深证成指(29.78倍)、创业板指(54.16倍),以及全球重要指数如纳斯达克(53.75倍)、标普500(39.70倍)等作横向对比可以发现,沪深300指数的市盈率目前为15.34倍,排在全球重要指数估值水平的末端区域。但沪深300成份公司的盈利能力已从2011年的净利润16240.99亿元增长至2019年的32398.89亿元,即使在遭受疫情影响的2020年,其净利润也有望继续保持在3万亿元以上。

尽管各机构中长期看好核心资产价值的立场不变,但是春节后A股各大指数的深度回调增加了投资者的焦虑感,包括对盈利复苏节奏、通胀、信用周期放缓的担忧等。

国泰君安证券认为,这些焦虑的背后,是投资者拥挤的持仓结构与正在急剧变化的宏观预期之间的矛盾,也来自于部分投资者在“好的依然很贵”以及“便宜的不够好”之间的难以权衡。投资者需要面对获取超额收益的难度与成本的提升,以及预期收益的降低。相对而言,市场当前的矛盾更多地集中于结构估值矛盾,而非整体,在短期快速的杀估值后市场有望重回震荡。但是,市场微观结构的优化以及投资范式的转换并非一蹴而就,估值消化待时日。

可以看到,2月18日以来截至3月24日,沪深300指数累计跌幅达到15.14%,成份股中有192只个股期间股价出现下跌,占比64%,其中,83只成份股期间累计跌幅在20%以上,通威股份、龙蟠佰利、荣盛石化、恒力石化、通策医疗等5只个股期间累计跌幅均超40%。此外,沪深300成份股中百元股数量也从2月18日的47只迅速缩减至3月24日的36只。

优美利投资总经理贺金龙在接受《证券日报》记者采访时表示,目前沪深300的市盈率在15倍左右盘整,虽然处于历史分位数偏高的估值,但从幅度来说,调整在一定程度上基本到位。A股当前的估值位置如果没有大的货币政策等宏观条件的变化的话,基本可以确立为政策底。当然,未来市场底部还需要反复震荡调整,离当前的点位也不会太远。

贺金龙进一步表示,以沪深300指数来衡量大盘股,以中证500指数来衡量中盘股,自2017年以来,沪深300与中证500的比值处于明显的上行区间,意味着在很长时间内,沪深300指数代表的大盘股表现超过了中证500指数代表的中盘股。因此,拉长投资周期来看,沪深300是具有长期投资机会的。股价的表现还是由企业基本面以及估值共同决定的。

毋庸置疑,经过春节后25个交易日的持续调整,沪深300结构性高估值部分消化的情况显著,虽然市场从增量到存量,“拔估值”变得较为困难,但并不意味超额收益的整体消失,只是投资思路从比公司质地更优转向边际改善更大及估值更匹配的资产。

沃隆创业投资基金经理黄昇峰在接受《证券日报》记者采访时表示,投资者可针对沪深300成份股中的错杀股进行跟踪,尤其是行业处于景气上升周期、估值水平相对较低的细分赛道龙头标的,市场趋暖之时有望率先企稳反弹。当前美债收益率持续高企,相对应压制资本市场估值水平,市场风险偏好显著下降,因此投资者应规避此前所提及的涨幅巨大的抱团个股;转而关注估值较低,业绩增长稳定,且持续受益经济修复或政策支持的细分行业龙头。

“不排除在流动性的边际收紧影响下,核心资产有继续回调的可能,但这并不影响我们长期看好核心资产的投资价值。”私募排排网未来基金基金经理胡泊在接受《证券日报》记者

采访时表示,“如果核心资产继续回调,其投资价值反而会得到进一步凸显,再次迎来较好的布局良机。另外,建议关注核心资产一季度的业绩增长情况,其中业绩表现较好的核心资产,可通过业绩的高增长来消化估值,会率先企稳反弹。”

## 129家公司 近5年净利润复合增长率超20%

的确,核心资产以业绩持续增长,具有较强稳定性的投资价值,近年来被业内人士一致长期看好。

“虽然开年以来,核心资金类公司估值端受到影响,波动加大,但是,从长期来看,核心资产仍然是非常好的资产,是全球资金追逐的对象。投资者若中长期持有,仍旧会有不错的回报。”天风证券策略首席分析师刘晨明认为。

与此同时,前海开源基金

记者进一步统计发现,上述129家近5年归属母公司股东的净利润复合增长率超20%的公司,主要扎堆在医药生物(21家)、电子(16家)、房地产(15家)化工(9家)、计算机(8家)、食品饮料(7家)等行业。由此计算,以电子和计算机为代表的科技股共有24只。可见,医药和科技等两大领域依然是长期白马股的集中地。

对于医药行业的投资机会,森瑞投资副总经理尹保庆告诉《证券日报》记者,经过一段时间的调整,医药生物行业中,部分核心资产估值逐渐回到了一个较为合理的范围之内,后续随着业绩的增长还是具有较大投资机会的。另外,从需求端来讲,医药生物行业是长期刚需性扩大和升级的行业,同时兼具科技属性和消费属性。长期来看,医药行业依旧是长牛的行业和优质赛道,具备长期投资价值。

长期持

得关注。”

《证券日报》记者根据同花顺数据统计发现,在已披露2020年年报的沪深300指数成份股中,截至去年四季度末,有8家公司的前十大流通股股东中出现了QFII的身影,TCL科技(20501.43万股)、万华化学(1317.85万股)、中炬高新(727.51万股)和同花顺(221.14万股)等4只个股在去年四季度成为QFII新进的重点品种。

社保基金持仓方面,在已披露2020年年报的沪深300指数成份股中,截至去年四季度末,有13家公司获社保基金持仓,社保基金新进持有大华股份1997.15万股;社保基金继续对TCL科技进行加仓操作,增持数量达1075.10万股,最新持股数量达到13883.15万股。

险资持仓方面,在已披露2020年年报的沪深300指数成份股中,截至去年四季度末,有9家公司被险资持仓,险资新进持有中国联通、TCL科技、宝丰能源等3只个股,持股数量分别为319041.97万股、7869.11万股、6605.2万股。

值得关注的是,部分沪深300成份股获得社保基金、QFII等机构的长期持仓。统计显示,在沪深300指数成份股中,截至2020年三季度末,有32只个股获得社保基金连续8个季度持仓,有22只个股被QFII连续8个季度持仓。其中,宇通客车、工业富联、海大集团、乐普医疗等4只个股被社保基金与QFII连续8个季度共同持有。

沪深300指数成份股也是机构重点调研的标的。统计显示,截至3月24日,有60只沪深300指数成份股年内获机构密集调研,有14只个股期间累计接待参与调研的机构家数超过100家,传音控股期间累计接待参与调研的机构家数居首,达到335家,乐普医疗、兆易创新、TCL科技、领益智造、海康威视等5只个股期间均受到200家以上机构扎堆调研,分别为271家、261家、230家、217家和212家,华东医药、澜起科技、恒逸石化、宋城演艺、长春高新、苏宁易购、大华股份、完美世界等8只个股期间也均获超100家机构调研。

“被重点调研的板块和个股,一定程度上反映了机构对于市场方向的预判,其成为未来一段时间内市场热点的可能性更大一些。中国经济韧劲、转型升级、资本市场改革红利等因素决定了当前A股市场具备了比较突出的吸引力。而社保和QFII这类长线资金选择的品种往往基本面突出,一些在中国经济转型和市场风格变化中还持续受益,因此会成为多类机构长期持仓的选择。”华创创投投资总经理袁华明对《证券日报》记者表示。

“沪深300指数成份股基本上以中大盘股为主,包括各个板块的龙头优质标的。而自2020年以来,沪深300指数的涨幅明显优于其他指数,主要原因是市场的风格偏大盘股,偏价值风格,导致资金的聚集效应越发明显。因此,机构对这些标的的关注度大幅上升。”私募排排网研究主管刘华对《证券日报》记者表示。

“机构长期持仓的品种有不同,或是公司质地好、护城河深、商业模式佳,或是所在细分行业处于红利期、景气度持续向好,或是竞争优势突出,能持续受益于行业集中度提升,但无论是哪一种驱动力,背后的共同逻辑是成长性和价值创造,只有具备可持续增长能力的公司,在其成长周期内,才能真正为长期股东带来回报,这不仅需要做出甄别判断,更需要通过时间来跟踪验证,因此长期坚守更像是一种结果,而非刻意追求的目标。”融融投资股票投资部总经理王将对《证券日报》记者表示。



曾梦/制

首席经济学家杨德龙告诉《证券日报》记者,投资者需要认清当前大的趋势变化,而不要过度关注短期股价的波动。持有核心资金类的优质股票,是可以穿越牛熊周期的,可以说这已经被市场验证。

数据是最好的佐证。从衡量上市公司成长性重要指标的净利润复合增长率来看,《证券日报》记者根据同花顺统计发现,在沪深300指数的300家上市公司中,近5年(2015年-2019年),归属母公司股东的净利润复合增长率为正的公司达254家。其中,近5年归属母公司股东的净利润复合增长率超20%的公司有129家。

值得关注的是,领益智造(251%)、顺丰控股(199.32%)、沪电股份(151.98%)、五矿资本(150.96%)、中国长城(144.45%)、巨人网络(138.70%)、牧原股份(137.92%)、闻泰科技(136.64%)、三七互娱(123.16%)、恒力石化(122.42%)、龙蟠佰利(110.25%)、圆通速递(103.12%)、中公教育(102.46%)、宝丰能源(101.45%)等14家公司,近5年归属母公司股东的净利润复合增长率均超100%,彰显出长期、优质的价值。

持续增长的公司主要集中在哪些行业呢?

持续增长的业绩,无疑使核心资产具有估值优势。记者统计发现,在上述129家公司中,包括华夏幸福、荣盛发展、绿地控股、中南建设、阳光城、金地集团、金科股份等在内的18只个股,最新动态市盈率均在10倍以下。

“下半年成长型核心资产将王者归来。”兴业证券张忆东分析认为,成长型核心资产在经过了过去两年甚至将近三年的上涨之后,在今年上半年需要面临一段时间的休养生息。到了今年下半年,财报数据带来好的业绩体现,这些核心资产的动态估值将非常有优势。

## 社保基金与QFII 连续8个季度共同持有4只个股

事实上,随着机构投资者的占比越来越高,沪深300指数成份股作为A股的“核心资产”聚集地,相关品种也备受机构青睐。

杨德龙表示,“坚持价值投资是比较好的投资方向,而沪深300指数成份股是A股基本面比较好的蓝筹股,也是A股市场总市值最大的300只股票,去年四季度受到机构加仓的品种可以重点关注。对于QFII及社保基金长期持仓的绩优标的,配置价值将更值

## 马上就评

# “茅板块”长线投资迎来好时机

■赵子强

3月24日,贵州茅台盘中突破2000元后回落,这已是本周以来第三天对这一价位的进攻。进入牛年,A股在前两个交易日出现上涨之后,就开始了新一轮以“茅板块”为主的调整态势,贵州茅台作为旗帜,从春节到现在短短25个交易日股价下跌23.53%,远远跑输同期沪指。

市场有其自身规律,涨了会跌,跌多了自然也会上涨。目前来看,市场资金似乎正在从大盘蓝筹切换到小盘低估值股,很多投资者也认为这将会成为未来较长一段时间市场的主要风格。

笔者认为,这种追逐小盘快涨的投资风格很难持续,最终仍会是“大而美”胜出。

第一,基本面方面,目前市场风格主流上涨的中小盘股鱼龙混杂,整体来看基本面支撑不充分,群体参与价值较低。

数据显示,牛年以来截至本周三(3月24日),股价上涨超过50%的个股有68只(剔除29只今年上市新股),这些个股基本各异。从估值角度看,因净利润亏损最新动态市盈

率无法计算的个股达到34只,如最新收盘仅2.06元的\*ST拉夏,2020年前三季度归属母公司股东净利润亏损7.83亿元,扣非后亏损达到11亿元,但其股价在牛年以来截至3月24日已上涨52.59%。此外,动态市盈率在50倍以上的个股还有21只,与上述无法计算估值的亏损股合计达55只。这样的基本面显然难以长期支撑这部分迅速上涨股的持续性行情。

第二,资金面方面,“快钱”难以支持长时间投资,快速快出并不适合普通投资者。

从春节后的稀土、到现在的一些个股借碳中和题材炒作来看,机构身影少见,但游资却频频现身,并且做出了许多短线翻倍的黑马股。

例如春节后涨幅最大的华银电力,在短短25个交易日股价上涨幅度高达183.93%。从龙虎榜上榜后公布的营业部来看,呈现游资身影。与游资相比,普通投资者在资讯分析、投研能力、交易通道、量化模型等方面均处于绝对劣势,参与到游资主导的中小盘概念炒作中,难免遭遇较大风险。

第三,市场层面,“茅板块”是经济增长的

核心动力,成为市场主导者是大势所趋。

从金融层面来看,央行最近表态称,“我们有较大的货币政策调控空间”“中国的货币政策处于正常区间,在提供流动性和合适的利率水平方面具有空间”,这意味着我国的货币政策将继续保持稳定。

再从市场内部来看,由于过去金融降杠杆,化解了A股市场诸多潜在风险,从股票质押风险释放,到中小市值股挤泡沫,再到本轮“茅板块”主动回调挤结构性泡沫,A股该化解的风险都得到化解,A股市场回归到正常轨道运行。

经过充分调整之后的“茅板块”投资价值会自然显现。以贵州茅台为例,截至2019年,公司近20年的净利润复合增长率达到30.46%,成长性明显,其股价也是逐步抬升,自2001年上市以来股价已累计上涨超300倍。

因此,用价值投资的理念来看,买股票即是买公司的价值与未来成长。长期来看,由各行各业领军企业或第一龙头股组成“茅板块”成长性良好,时机把握合适胜率,即便是投入时机出现偏差,长时间来看胜率也是极高的。

## 丹阳投资董事长康水跃: “以大为美”理念渐成 “茅指数”下跌空间有限



■本报记者 赵子强 见习记者 楚丽君

2021年春节以来,大盘指数冲高之后一路下跌,近期进入震荡反弹调整阶段。有A股核心资产之称,由各行各业领军企业或第一龙头股组成的“茅指数”,在这一波下跌行情中也出现较大回落。在市场对核心资产走向分歧逐渐加大之际,3月22日,《证券日报》记者专访了丹阳投资董事长康水跃。

## 核心资产继续下跌空间有限

《证券日报》记者:牛年高开后A股三大指数就进入震荡调整过程,A股的核心资产成为回落的主因,您认为这些核心资产是否还有下调空间?

康水跃:每个人对这个“核心资产”这四个字都有不同的理解,我们的理解就是A股的价值核心,目前Wind推出来的“茅指数”最合乎这个理解,该指数包含41只股票。“茅指数”在2011年3月11日至2021年3月11日的十年里累计涨幅为1800%,年化收益率高达33%,而同期沪深300累计涨幅仅为56%。整体来看,近期“茅指数”跌幅已经够深,继续下跌空间有限。在全球流动性充裕背景下,鼓励做多核心资产,从某种意义上讲就是鼓励优质上市公司做大做强。鼓励做多核心资产,并不意味着打压周边资产、边缘资产。恰恰相反,也是在鼓励中小企业不断进取。只有这样,中国经济才有活力,资本市场才能日渐成熟。

《证券日报》记者:与国外成熟资本市场的核心资产相比,A股市场的核心资产存在怎样的差异?

康水跃:以沪深300指数成份股为例,前5只成份股最新总市值占整个成份股总市值的比例为17%,而美国标普500指数成份股中,前5只成份股的最新总市值占整个成份股的比例为22%,我们的头部核心资产占比依然有提升空间。此外,从行业角度来看,沪深300前十大行业主要集中在银行、白酒等,包括贵州茅台、工商银行、招商银行,而美国标普500主要集中在高科技领域,比如苹果、微软、亚马逊、谷歌,从行业角度来看有一定的差异,国内核心制造与科技企业存在一定提升空间。

《证券日报》记者:A股市场出现风格切换的迹象,对权重蓝筹股的投资风格是否发生转变,近期被市场称为机构“抱团股”的股票回调幅度比较大,现在可以抄底这些股票了吗?

康水跃:机构重仓股是10年、20年前就一直存在的称呼,最近一两年大家才慢慢地叫做“抱团股”,但其实“抱团”的意思是你买他买大家都买。而机构重仓股是一个很中性的描述,这表示我研究清楚看好了,他也同样看好了,随后大家操作方向一致,这才形成机构重仓股。从抄底这一动作来看,经过回调后这些“茅指数”成份股风险已较充分释放,需要注意的,其中可能一成左右的企业2020年年报业绩增速并不理想,或者资产负债率大幅提高了,这些股票可能会遇到第二次筑底,投资者需要警惕其中的风险。总体看,大盘指数下跌到这里就差不多了。

## 投资理念转向“以大为美”

《证券日报》记者:在大盘回落过程中,北向资金多次在下跌行情中抢筹。3月份以来截至3月22日,北向资金合计净买入216.49亿元,对此您怎么看?

康水跃:北向资金是一个非常成熟的资金。其理念跟方法论趋于成熟,也是逆向投资者特别典型的一个群体。北向资金的持续买入,也证明其对A股市场是十分看好的。反映出过去北向资金卖出股票只是一个边际的撤退,而不是一个持续的撤退。

《证券日报》记者:2019年至2020年A股市场上涨39.26%,但普通投资者的获得感并不大,您认为是什么原因?

康水跃:主要原因是在2019年之后,A股市场的投资理念发生了较为重大的改变。据中基协数据,截至今年1月15日,外资持有A股流通市值合计3.5万亿元,占A股流通市值的5.12%,分别较2019年底增加1.4万亿元和0.92个百分点。外资的投资理念逐步影响国内的机构投资者,这个理念我们简称为“以大为美”。这个“大”我们浓缩起来其实就是以各大行业龙头股为代表的“茅板块”和“茅指数”。而大多数的中小投资者还是停留在投资短期见效比较快的中小盘股票上。

《证券日报》记者:对于今年A股市场的表现您如何预判?

康水跃:目前A股核心资产的市值大约会占到整个A股市值的14%左右,这14%的核心资产会左右沪深300指数,尤其是上证50指数的涨跌幅。从今年的行情来看,4月份到10月份的空间是打开的,乐观来看,预计大盘指数会到4500点,悲观来看,预计会到4000点。整体的预判就是升幅是可预见的。因此,我们对今年的行情比较乐观,预计今年行情主要会集中在下半年,尤其是在第四季度。