



核心资产，调整结束了吗



【财新网】(专栏作家 李宗光) 年初，我们曾对 2020 年疯狂的核心资产抱团风险和将要的瓦解，进行了提示：

“整体来看，短期内抱团现象或仍具备一定基础，但中长期内不可持续，其基础也正在松动：

- 1) 疫苗有效情景下，疫情带来的不确定性会逐步消除；
- 2) 今年上半年，企业盈利会出现修复性反弹；
- 3) 拐弯预期下，宏观流动性在边际收紧；
- 4) 部分公司估值出现了明显的、非理性的泡沫。”

一语成讖，年初至今，核心资产出现了罕见级别的“暴跌”。大部分跌至甚至大幅击穿 3 年线。一般来说，我们衡量一个股票能否穿越周期，或者能否称得上“核心资产”，能否守住 3 年线是一个关键指标。“核心资产”如此大规模地杀跌至/跌穿 3 年线，即便是在高波动性的 A 股市场，也是极为罕见的（图 1）。

图 1，2020 年以来，部分核心资产高点回撤幅度



回顾来看，这波“暴跌”不外乎有几个原因：

- 1) 短期涨幅过大，估值太离谱，地心引力发挥了作用；
- 2) 部分公司业绩爆出“大雷”，业绩负增长，甚至负利润。
- 3) 部分强周期类“核心资产”面临周期拐点。
- 4) 新政打击下，所谓“护城河”，一夜破防，溃不成军。
- 5) “周期暴动”给了“核心资产”致命一击。

泡沫何以累积，又为何破灭

情绪与业绩共振下的周期特征是股票走势的核心特征。很多人认为，只有周期股有周期。实际上，无论是传统的周期股（钢铁、煤炭、有色），还是必选消费、可选消费和科技，行业均有其周期特征。即便必选消费行业本身波动性小，但其估值也受流动性、宏观环境等因素影响。

实际上，那些所谓有护城河的行业和个股，时刻面临挑战，比如环境骤变、政策收紧、行业格局变化、自身产品周期变化，以及管理层的动荡等，必然也会经历（盈利的）高潮和低谷，而股价会放大这个周期波动，即戴维斯的“双击”和“双杀”。

而这种放大的波动一般会超出大部分资金的风险承受能力，而无关信仰。因此，那些在高点呼吁“长期投资”和“做时间的朋友”的人，要么是“骗子”，为了赚取管理费，而选择埋葬“持有人”的价值；要么是“傻

子”，最终因承受不住风险，而被迫在底部斩仓离场。

一般来说，周期底部，盈利低点，PE/PB 估值处于极低水平（对周期股而言，也可能高 PE/低 PB）。此时，一旦自下而上出现业绩拐点信号，PE/PB 估值会率先上升；而后，业绩释放，PE 出现大幅下降。如果业绩进一步爆发，盈利增速显著高于趋势增长水平。就会出现“戴维斯双击”，股价暴涨。随后，如果业绩兑现，同时明年业绩回到趋势增长水平，则估值会向合理水平调整，股价出现回落。此后，如果高景气被证明仍可持续，则股价有望再创新高，估值再次提升；反之，如果业绩随后出现放缓，股价有望大幅修正。一旦周期拐点确认，则会出现猛烈的杀估值现象，即所谓“戴维斯双杀”（图 2）。当然，周期波动并非是围绕不变中枢的简单轮回，更可能是波动中枢缓慢抬升。

图 2：周期轮回：戴维斯双击与双杀



我们以茅台为例，复盘一下过去十几年，核心资产的泡沫是如何累积的（图 3）。

1) 2007-2013 年：挤泡沫、压缩估值阶段。2007 年 6000 点上，茅

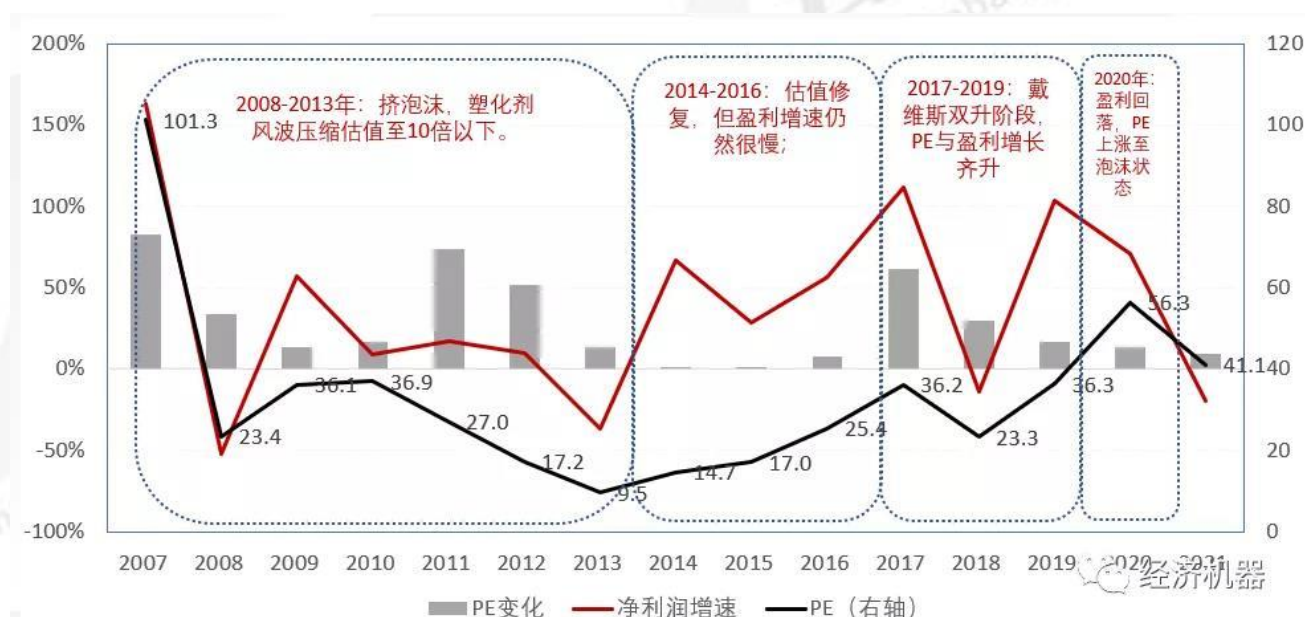
台 PE 估值到达 100 倍。随后几年，茅台盈利保持了高速增长，推动 PE 从 2007 年底的 101 倍，降到 2012 年的 17 倍。2013 年白酒塑化剂风波，使茅台估值大幅压缩至 10 倍以下。

2) 2014-2016 年：悲观情绪修复，估值稳步回升。这一阶段，茅台利润增速大幅放缓，但由于估值过低，叠加降息和 2015 年大牛市，以及提价预期，使估值稳步提升至 2016 年的 25 倍。

3) 2017-2019 年：提价成功，盈利兑现，带动了戴维斯双升。期间，股价上涨 270%，但由于盈利高增长，PE 估值从 25 倍上升到 36 倍；

4) 2020 年：纯估值提升阶段。实际上，自 2018 年起，茅台盈利增速连续 4 年回落，但赚钱效应使市场选择了无视，以长逻辑（涨价）来推动股价进一步暴涨，最高市盈率超过 70 倍。

图 3：贵州茅台股价走势与周期波动



如果说，茅台的估值还算“克制”，那么很多“核心资产”的市盈率动辄 200 倍、300 倍，就纯粹是“市梦率”了。因此，到了某个阶段，只要蝴蝶翅膀轻轻“一扇”，就会引发充分调整，这中间存在必然性：

1) 盈利增速在某一个年度大幅超出“趋势水平”后，回落具有必然性。情绪与股价必然相应回落，这是股价运动的规律。

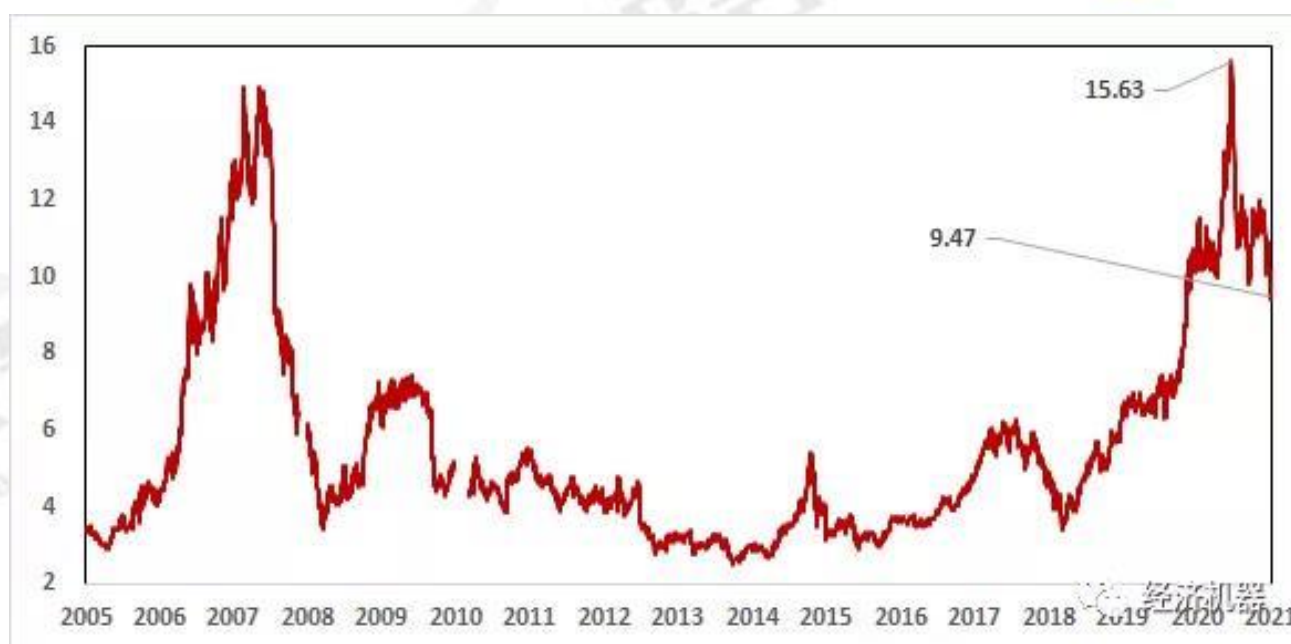
2) 高估值透支了未来预期收益，推动资金流向“预期收益率”更高的行业板块，不需要任何理由；

3) 监管不允许非理性炒作和癫狂式泡沫，必然出手“降温”、调控。

调整结束了吗

年初至今，核心资产确实进行了一波深度调整，部分个股调整较为充分。作为整体，PB 估值从 15.6 倍，降至 9.5 倍，仍然偏高（图 4），降幅明显，但绝对水平仍然不低。作为一个整体，核心资产调整仍不够充分，仍存在均值回归空间。

图 4：部分核心资产 PB 估值



当然，核心资产内部，在景气状况、周期位置方面差异很大，调整进度也不一样，因此是否见底，应该视具体情况而定：

1) 部分核心资产尽管估值极贵，但如果超高景气能够在更长时间内维持，则仍有可能反弹并创新高。比如今年的新能源汽车和光伏等板块，我们年初曾经并不看好，但由于业绩“兑现”了高增长，并在“双碳”概念催化下，预期高景气更长时间内持续，龙头创出了新高。高估值是“泡沫”破灭的必要但非充分条件，高景气如果更长时间内存在，也会消化高估值，

11 无法用数据验证的产业在战/后战级别 并非结构性牛市 上拉抬。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34896

