2021 年 3 月 16 日

核心资产 DCF 估值，转向绝对比价

两融策略

双融余额

截至 3 月 15 日，上交所融资余额报 8005.33 亿元，较前一交易日增加 22.65 亿元，融券余额减少 13.97 亿元至 864.33 亿元；深交所融资余额报 7110.78 亿元，较前一交易日增加 15.27 亿元，融券余额下降 11.52 亿元至 542.69 亿元；两市合计 15116.11 亿元，较前一交易日增加 37.92 亿元。

最新观点

本周一，两市股指盘中震荡走软。盘面上，半导体、白酒、光伏板块领跌大市。美债收益率对于 A 股市场影响已经弱化，这点在 A 股早盘触底回升翻红就能论证，尤其对于美股而言，美债收益率上升的负面冲击弱化更为明显。那么 A 股缘何在本周一再度下跌，尤其对于抱团蓝筹更是出现大幅下挫，我们认为一个核心的因素，来自于核心资产 DCF 估值向绝对估值比价的切换，此前以茅台、海天、爱尔为主的核心资产股票，具备有未来几年业绩增长的高确定性，且生意模式有永续经营特征，这一类公司比较适合用 DCF 进行估值，起初是对未来 3-5 年的利润折现，但随着场内风险偏好的快速抬升，高一致性使得这类核心资产估值隐含了未来十年以上的利润折现，而节后随着全球无风险利率锚美债收益率的快速上行，作为股票估值公式中的贴现率抬升，使得估值体系重塑，并由于场内风险偏好的快速回落，DCF 估值向绝对估值比价切换，A 股核心资产并不具有估值比价优势，不贵并不代表低估，所以按此逻辑，我们认为 A 股真正见底还需要跌出历史估值分位优势，而目前 A 股仍处于漫长寻底过程。

主题追踪

今日关注：旅游酒店、民航机场、钢铁行业

昨日主题：旅游酒店、民航机场板块领涨，酿酒、券商板块跌幅居前

1）旅游酒店：腾邦国际、西域旅游。催化剂：中国旅游研究院研究，疫情以来，多数游客缩小了出游半径，省内本地游、周边游取代了异地长线游。(春节)假日期间全国人均出游半径 133.9 公里，目的地平均游憩半径 7.6 公里，全国游客省内出游占比 86.8%，人均出游时长 1.64 天。文化和旅游部公布的 2021 年春节文旅市场统计数据显示，假期七天我国国内游达 2.56 亿人次，同比增长 15.7%，恢复至疫前同期的 75.3%。实现国内旅游收入 3011 亿元，同比增长 8.2%，恢复至疫前同期的 58.6%。

2）民航机场：南方航空、东方航空。催化剂：3 月 15 日，民航局航安办副主任吴世杰在通报 2 月份全国民航安全生产运行情况时表示，由于去年同期基数较低，2 月份民航生产运输主要指标同比均呈现高速增长，全行业共完成运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别为 50.2 亿吨公里、2394.8 万人次、45.9 万吨，同比分别增长 99.3%、187.1%、54.7%。民航局发展计划司副司长张清表示，行业将力争全年运输总规模恢复至疫情前 80%以上，旅客运输量恢复至疫情前 90%左右，货邮运输量与疫情前基本持平，努力实现航空企业减亏增盈。

风险提示：疫情未能得到有效控制、宏观经济意外下滑、流动性紧缩加剧、行业政策低于预期。

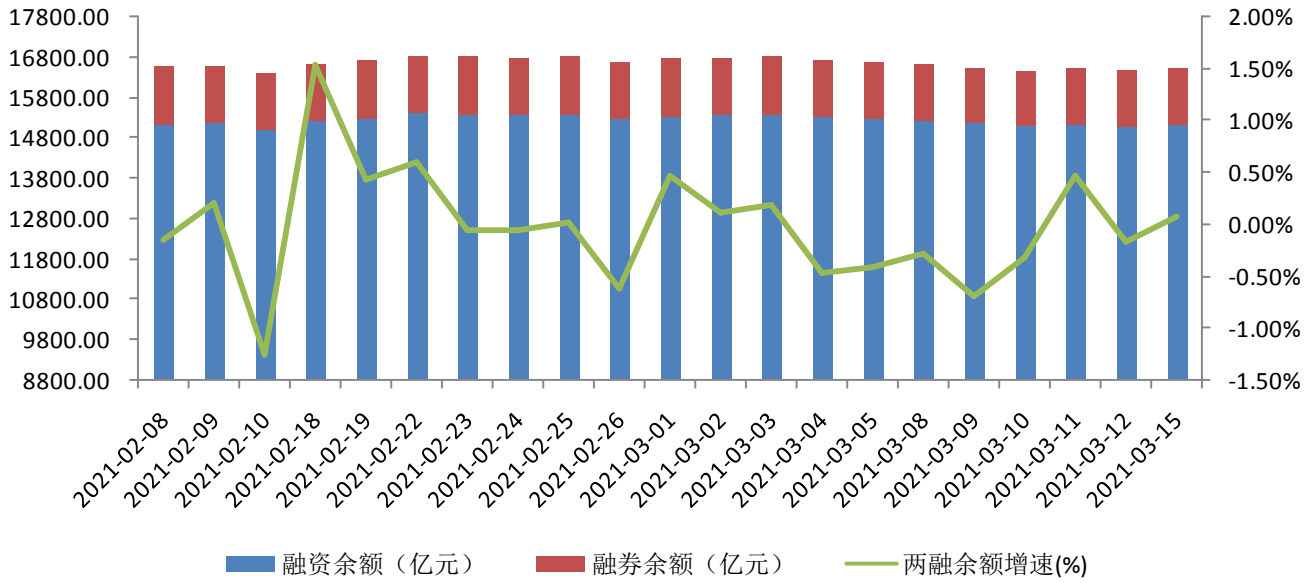
图表 1：双融市场交易

双融市场交易		2021/03/15			2021/03/12		
		沪市	深市	全部 A 股	沪市	深市	全部 A 股
融资	期间净买入额（亿元）	22.65	15.26	37.91	-20.54	-26.21	-46.74
	截止日余额（亿元）	8005.33	7110.78	15116.11	7982.68	7095.52	15078.20
融券	期间卖出量（亿股）	2.25	0.93	3.18	2.94	1.15	4.10
	截止日余额（亿元）	864.33	542.69	1407.02	878.30	554.21	1432.51

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

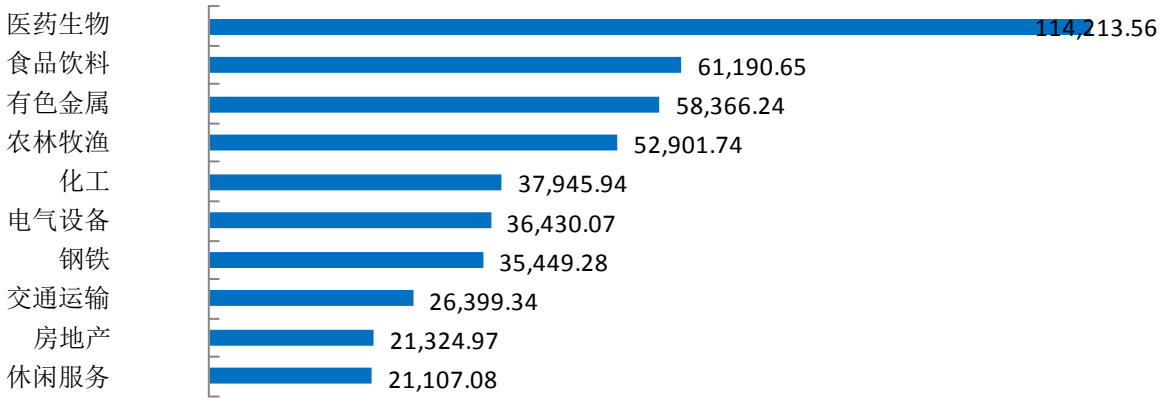
分析师：严凯文执业证书编号：S1050516080001
☎：021-54967584 ✉：yankw@cfsc.com.cn
董冰华执业证书编号：S1050515080001
☎：021-54967581 ✉：dongbh@cfsc.com.cn

图表 2：双融日交易数据



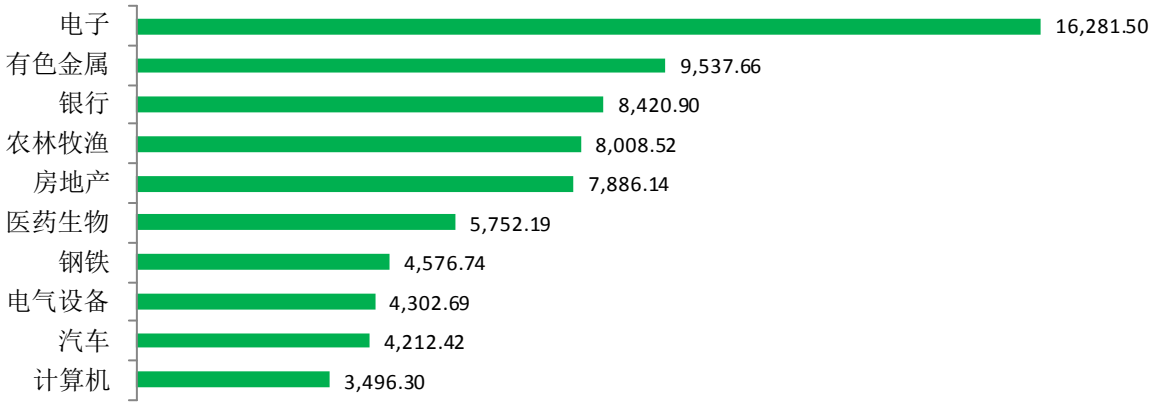
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3：上一日融资净买入前十行业（万元）



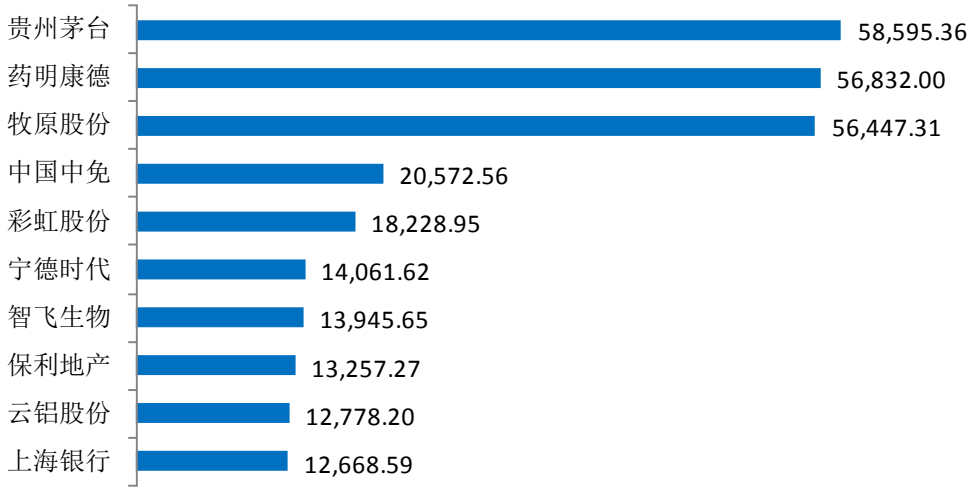
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：上一日融券净卖出额前十行业（万元）



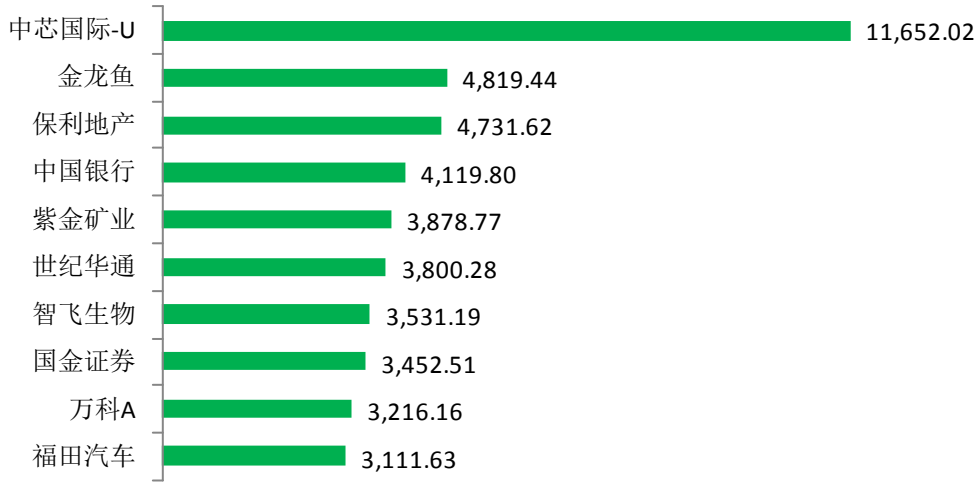
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5：上一日融资净买入额前十大个股（万元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6：上一日融券净卖出额前十大个股（万元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

严凯文：2013 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：策略研究。

董冰华：2013 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：主题策略研究。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn