



第 355 期

7/31/2017

投资策略周报

8 月警惕阶段性见顶

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

8 月市场的机会与风险

——2017-7-31

结构性机会与系统性调整同步进行

——2017-7-24

沪深 300 指数进入反弹尾声

——2017-7-17

7 月关注资源股补涨机会

——2017-7-10

7 月冲高回落概率较大

——2017-07-03

6 月底进入边打边撤阶段

——2017-6-26

熊市注重防御型机会

——2017-6-19

戒急用忍

——2017-6-12

漂亮 50 是真价值，还是真泡沫

——2017-6-5

限减持的利好能维持多久

——2017-5-31

A 股市场的估值底在那里

——2017-5-22

沪指进入阶段性筑底

——2017-5-15

巴菲特没有说的 A 股秘密

——2017-5-8

8 月初，市场在资源股的带动下，人气达到了近来难得的高潮。上证综指也在这种气氛下不断抬升，最终面临前期高点的考验。然而，市场的周期轮回往往就在高潮与低潮之间钟摆式的轮换。**本阶段的高点，我们预判正要形成或者已经形成，上证综指三只小乌鸦的走势其实并不是空穴来风。**所以，现阶段如果从投资机会角度来看，除了少部分超跌个股还存在补涨机会，多数价值股基本已经到了阶段性高点，价值股提供给投资者的安全边际已经大幅降低，而回报率也在下降，所以投资预期亦需要降低。

价值股的典型代表当然是市盈率较低的银行股。银行股的上半年的涨幅不少，银行股估值差异加大，除了少数银行股的市盈率看似仍然便宜，一些次新银行股的估值基本没有吸引力。而保险股和券商股亦在消耗资金，**这种金融股的补涨行情，往往是市场反弹末期的征兆，不得不小心对待。**

另一方面，一些大 V 对慢牛的认同感也强化了市场认可牛市回来的声音。但市场出现牛市的要素其实并不具备，要么货币继续宽松下去；要么估值到了底部，低估值的股票随处可见，但现在的问题是，风险是涨出来的。低估值的价值股经过过去一年半时间的不断上涨，基本已经到了估值上限，一些白马股市盈率已经超过 30 倍，股息率也不足 2%，业绩增速也开始放缓，似乎性价比大大低于 2015 年 9 月份。



8 月警惕阶段性见顶

8 月初，市场在资源股的带动下，人气达到了近来难得的高潮。上证综指也在这种气氛下不断抬升，最终面临前期高点的考验。然而，市场的周期轮回往往就在高潮与低潮之间钟摆式的轮换。**本阶段的高点，我们预判正要形成或者已经形成，上证综指三只小鸟的走势其实并不是空穴来风。**所以，现阶段如果从投资机会角度来看，除了少部分超跌个股还存在补涨机会，多数价值股基本已经到了阶段性高点，价值股提供给投资者的安全边际已经大幅降低，而回报率也在下降，所以投资预期亦需要降低。



图1：上证综合指数3只小鸟或透露出阶段性顶部信号

价值股的典型代表当然是市盈率较低的银行股。银行股的上半年的涨幅不少，银行股估值差异加大，除了少数银行股的市盈率看似仍然便宜，一些次新银行股的估值基本没有吸引力。而保险股和券商股亦在消耗资金，**这种金融股的补涨行情，往往是市场反弹末期的征兆，不得不小心对待。**

另一方面，一些大V对慢牛的认同感也强化了市场认可牛市回来的声音。但市场出现牛市的要素其实并不具备，要么货币继续宽松下去；要么估值到了底部，低估值的股票随处可见，但现在的问题是，风险是涨出来的。低估值的价值股经过过去一年半时间的不断上涨，基本已经到了估值上限，一些白马股市盈率已经超过30倍，股息率也不足2%，业绩增速也开始放缓，似乎性价比大大低于2015年9月份。



证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM) [交易日期] 最新 收盘日 [单位] 倍 ↓	股息率(报 告期) [交易日期] 最新 收盘日 [报表年度] 2016 [单位] %
002839.SZ	张家港行	36.4742	0.7067
002807.SZ	江阴银行	24.7608	1.3799
603323.SH	吴江银行	23.4342	0.5571
600908.SH	无锡银行	21.9476	1.3799
601128.SH	常熟银行	20.8569	1.7875
600926.SH	杭州银行	13.2233	2.0202
601229.SH	上海银行	10.5981	2.5316
002142.SZ	宁波银行	9.8475	2.2138
600036.SH	招商银行	9.7547	2.8940
600919.SH	江苏银行	9.5434	1.9734
601997.SH	贵阳银行	9.3090	1.6839
000001.SZ	平安银行	8.0613	1.4808
601169.SH	北京银行	7.9198	3.2051
601009.SH	南京银行	7.8842	3.2541
601998.SH	中信银行	7.7817	3.2331
601939.SH	建设银行	7.2160	4.1246
601328.SH	交通银行	7.0447	4.2422
601398.SH	工商银行	7.0319	4.2523
601988.SH	中国银行	7.0106	4.2857
600000.SH	浦发银行	6.9999	1.4970
601166.SH	兴业银行	6.7113	3.4347
601288.SH	农业银行	6.5147	4.5822
600015.SH	华夏银行	6.4941	1.8100
600016.SH	民生银行	6.4915	3.2558
601818.SH	光大银行	6.4819	2.3168

与其说，过去一年半市场是慢牛行情，不如说是蓝筹股的补涨行情。蓝筹股的上涨或者反弹都是来自于对 2013 年至 2015 年那轮牛市行情的估值修复。换言之，上轮牛市长得太少的股票，有一个补涨的过程，而上轮牛市涨得过多的股票，比如中小创，仍有估值下移的空间。这就是市场规律在不断平衡市场的价格。涨高了就要跌，涨少了就会补涨。

大宗商品经过了过去几年的充分调整，目前亦存在补涨的需要。看看资源股多数仍处于



历史底部的位置，我们就很容易将这些股票纳入未来抄底的范畴。尽管短期他们涨幅偏大，但资源股的牛市似乎是对过去 10 年宽松货币政策的一种呼应。超发的货币从地产市场被限购限贷政策赶出来之后，立马选择进入一个新的市场，他就是大宗商品。所以，上游资源价格的暴涨既有供给侧改革带来的催化剂效益，也有资金涌入带来的赚钱效益，但最终都符合价值规律的指引。只要是价格便宜的东西，最终都会被投机资金炒起来。

当然，也有可能是一种可能性是，市场的蓝筹股的补涨也会造成一种错觉，尤其是在上证综合指数在权重股的带动下不断创新高之后。所以，这种创性高的错觉会让投资者以为牛市回来了，但其实他只是熊市背景下资金被迫选择避险的结果，而不是来自于业绩增长带来的牛市行情。

还有一种可能性是，国企改革改善了国有企业的业绩，最终使得低估值的国企股股价存在业绩和估值双升的机会。

如今，我们就需要重点研究那些业绩可能会改善的国企改革的投资机会。这些被称之为困境反转机会的股票价格的确处于历史低点位置，新的改革可能带来经营改善和业绩增长的潜力，这对 A 股投资者而言，的确是一个不错的长线投资机会。

行业比较——寻找防御型板块

在去杠杆和加息的背景下，负债率较低的企业抗风险能力更强。2017 年下半年看好现金奶牛型的公用事业股、低负债现金充裕型消费龙头企业以及国企改革等主题投资机会。

增加 2017 年港股低估值的中小市值的配置比例，阶段性降低上证 50 等蓝筹股的配置比例，目前处于熊市中后期，建议采取自下而上的方法，寻找低估值个股的发掘机会。

推荐：交通运输行业

油价的下跌、网上贸易经济的兴起及消费占比的提升为交通运输行业（航运、航空、高速公路）提供了相对的正面的支持，行业估值仍具备一定安全边际。建议把握机场、高速公路、基础设施建设等高股息率公司的价值投资机会，航空航运受油价回落、国企改革及国产大飞机政策的影响，如果业绩企稳更加确定，则存在估值修复的机会。

推荐：工程机械板块

最近中国工程机械行业已经逐步走出谷底，或将保持稳定发展的势头；过去三年工程机械龙头公司跌幅普遍超过 70%，目前价值低估。这类国企上市公司，正面临经营、销售转型及国企改革的多重催化剂，对于上市公司正在大幅回购带来的催化剂，值得挖掘。

推荐：核电板块

在日本福岛核电危机过去之后，中国核电的安全技术要求更高，核辐射的威胁降到了最低。核电占中国整体发电量的比重不足 5%，距离美、日、法等发达国家核电占比普遍在 10-15%而言，仍有较大提升空间。由于普通投资者对核电的危机意识和风险意识过于强大，也导致了核电板块股价的低估和风险偏好的下降，这对价值投资者而言，或许是个发掘低估的机会。随着国家对清洁能源的不断加大力度的推广，核电的复苏已经开始。



推荐：基建、轨道交通与铁路子行业

在中国“一带一路”战略及全球高铁网建设的需求推动下，全球基础设施投资仍是中国及全球经济稳增长的核心要素，尤其是高铁行业及城市轨道交通等投资。因此，高铁及城轨等投资项目仍将是未来 5-10 年中国及各国主要投资的方向，建议关注高铁及相关子行业的机会。另外，中国基础设施技术的出口将为中国化解产能过剩提供有力支持。在最近两年经济增速放缓过程中，轨道交通行业因为国家投资拉动而能够超越传统经济的下行周期。

中性：有色金属、煤炭等大宗商品相关行业

中国经济结构调整过程未结束，重工业化进入尾声，需求端的萎缩是有色金属价格的最大不确定性。但考虑到货币存量规模较大，且供给侧改革效果显现，预计 2017 年下半年基本金属价格可能出现恢复性涨价。同时，关注细分稀有金属品种的下游需求回升带来的价格拉动机会。

主题投资：国企改革与传统行业的转型

国企改革势在必行，电力、石油石化等行业将受益于国企改革。石油价格长期上涨趋势不变，在经济低谷期，能源价格便宜，投资能源企业正逢其时。推荐目前低估值的石油和电力等大蓝筹，尤其是盈利能力强、股息率高的企业。国企改革将带来股价上行催化剂。

中性：去杠杆压力带来银行业绩收缩风险

银行股的营业收入普遍出现放缓，去年年报和今年一季度的数据显示，这不是个别现象。在 2017 年一季报中，25 家上市银行利息净收入同比下降 1.16%，营业收入出现负增长，但由于营业税减少和释放拨备，在应收负增长的情况下，却实现了全行业净利润同比增长 2.89%。考虑到金融去杠杆和金融脱媒的影响，银行业绩进一步大幅增长可能性不大，甚至一些资本实力较弱的银行会出现业绩负增长的可能，给予“中性”评级。

中性：房地产行业前景中性

房地产市场的调控政策陆续推出，从供给侧改革的取向来看，限制投机性因素成为处理房地产风险的首选。另外货币政策的宽松空间边际下降，随着各地限购和限贷政策的推出，包括房地产税的重新酝酿，使得短期房地产市场出现调整的概率加大。密切关注美联储加息幅度。考虑到房地产龙头最近升幅较大，建议适当降低房地产行业股票配置比例。从大周期来看，由于政策持续反复调控，反而延长了中国房地产泡沫持续的时间，因此，我们谱段，中国房地产行业的繁荣会持续到 2024 年。

中性：保险

保险公司利润模式呈双轮驱动，保费收入与投资收益成为推动公司业绩上涨的动力，保费收入的赚钱效应将能够抵挡一部分投资收益下滑带来的对净资产的影响。其风险是由于高权益类资产占比的特性所致，当市场出现深幅调整时，投资收益的赚钱效应无法体现。在加息周期，配置债券较多的保险公司，由于多数债券久期较大，在加息过程中，以债券为核心的资产面临减值风险，建议对保险股保持中性策略。

中性：食品饮料及相关消费股

白酒股的龙头企业目前估值较高，建议降低优质白酒公司配置比例。

中性：券商股的弹性较大



券商股的弹性较大，属于高贝塔板块，往往市场处于牛市时，券商涨幅会超过大盘指数收益，但市场处于调整阶段时，券商股也会出现超跌机会。尽管长期仍看好中国券商股未来几年的成长性，但在市场处于调整周期之时，券商股可能出现超跌机会，因此，目前时点不建议过度配置券商股，等待超跌带来的加仓机会。

大类资产配置策略：动态平衡中寻找结构性机会

从投资时钟的维度出发，考虑到周期投资的重要性，目前中国经济仍处于调整阶段，资产泡沫风险隐现，当前去杠杆、严监管的态势较为明显。目前一二线城市房价已经处于高位运行态势，随着国家对一二线房地产市场的调控加大，房价的小幅回落的确定性有利于货币政策的适当回归中性。

加之上半年加息的幅度和频率较快，预计下半年利率进一步上行的空间较小，2017年下半年股市的机会或大于上半年。可择机调低现金类资产的配置比例，阶段性增加股票资产的配资比例。但从长周期来看，仍需要提防资产价格的下行风险，需要提前做好“深挖洞、广集粮”的现金储备。

从大类资产配置轮换的角度而言，加息背景下的美元升值导致石油、黄金等大宗商品价格低迷。从历史对比来看，自1991年以来，沪深两市指数年化收益超过10%，而黄金和人民币的年化收益分别为2.9%和-4.1%。我们建议长期以股票、股票型基金等权益类资产作为资产配置的方向，配置比例可在50%以上，给予“标配”评级。



适应对象：本产品属于中风险类产品。

产品简介：以自上而下的分析逻辑，对最新市场及宏观数据、资金流向及估值结构进行分析回顾，并对未来市场走势进行研判，最终给予资产配置建议。

风险提示：每天的盘面变化有很大的不确定性，虽然我们尽力回避可能的风险，尽力寻找可能的机会，但我们无法保证每次投资建议的准确性。

资质申明：

中国证监会核准华林证券有限责任公司证券投资咨询业务资格

作者申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券投资顾问，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、公正及客观，结论不受任何第三方的授意或影响，特此申明。

免责声明：

本报告专供华林证券有限责任公司证券投资顾问及特定客户使用，作为其向客户提供证券投资顾问服务的依据之一，不同于本公司发布的“证券研究报告”。

版权申明：

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构及个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。

风险提示：

市场有风险，投资需谨慎。本公司证券投资顾问可能根据本报告作出投资建议，投资者应当充分了解证券投资顾问业务中的风险：

投资者接受证券投资顾问服务后需自主作出投资决策并独立承担投资风险。

本公司及其证券投资顾问提供的服务不能确保投资者获得盈利或本金不受损失。

本公司及其证券投资顾问提供的投资建议具有针对性和时效性，不能在任何市场环境下长期有效。

本报告作为投资建议依据时，可能存在不准确、不全面或者被误读的风险。

本公司及其证券投资顾问可能存在道德风险，如投资者发现投资顾问存在违法违规行或利益冲突情形，如泄露客户投资决策计划、传播虚假信息、进行关联交易等，投资者可以像本公司投诉或向有关部门举报。

上述风险揭示仅为列举性质，未能详尽列明投资者接受证券投资顾问服务所面临的全部风险和可能导致投资者投资损失的所有因素。

华林证券财富管理中心

地址：深圳福田区民田路178号华融大厦6楼

邮编：518048

公司网址：www.chinalions.cn