



第 359 期

9/4/2017

投资策略周报

从价值股转向成长股

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

从《禅与摩托车维修艺术》看股票投资实践

——2017-8-28

戒急用忍的第二层思维

——2017-8-21

第三季度的三大机会

——2017-8-14

8月警惕阶段性坚定

——2017-8-7

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

经过过去一年半的时间，低市盈率价值股业绩基本反映到股价上，由于业绩（环比下降）低于预期，且更多属于成熟性行业甚至是夕阳产业，在业绩难以超预期增长的情况下，未来估值提升空间并不大，因此，在价值股股价大幅上涨之后，更应该谨慎小心，避免跌入价值陷阱。比如最近公布中报业绩的家电、工程机械和银行等明星股就出现了股价下跌。在2013年、2014年笔者曾经连续两年推荐过以上证50为主的低估值蓝筹股，当时按照1倍的市净率的价格购买，年化收益率可以超过10%，但随着价格不断涨了，到目前为止，其投资回报的安全边际已经大大降低；从上证50的ROE对比可以看到，2016年中报为6.14%（算术平均），2017年中报降至5.84%，这说明上证50的整体业绩是下降的，但从去年8月份以来，以银行为首的上证50指数，随着成分股股价的逐步上涨，其市盈率（24.54倍）和市净率（2.14倍）均已跌入了投机区域，按照PB-ROE来计算，上证50指数按照1倍净资产价格购买的话，仅能获得5.45%的收益。因此，上证50为代表的蓝筹股的安全边际已经逐步下降。



从价值股转向成长股

经过过去一年半的时间，低市盈率价值股业绩基本反映到股价上，由于业绩（环比下降）低于预期，且更多属于成熟性行业甚至是夕阳产业，在业绩难以超预期增长的情况下，未来估值提升空间并不大，因此，在价值股股价大幅上涨之后，更应该谨慎小心，避免跌入价值陷阱。比如最近公布中报业绩的家电、工程机械和银行等明星股就出现了股价下跌。在 2013 年、2014 年笔者曾经连续两年推荐过以上证 50 为主的低估值蓝筹股，当时按照 1 倍的市净率的价格购买，年化收益率可以超过 10%，但随着价格不断涨了，到目前为止，其投资回报的安全边际已经大大降低；从上证 50 的 ROE 对比可以看到，2016 年中报为 6.14%（算术平均），2017 年中报降至 5.84%，这说明上证 50 的整体业绩是下降的，但从去年 8 月份以来，以银行为首的上证 50 指数，随着成分股股价的逐步上涨，其市盈率（24.54 倍）和市净率（2.14 倍）均已跌入了投机区域，按照 PB-ROE 来计算，上证 50 指数按照 1 倍净资产价格购买的话，仅能获得 5.45% 的收益。因此，上证 50 为代表的蓝筹股的安全边际已经逐步下降。

从 A 股整体来看，如果剔除银行股带来的利润贡献，A 股整体市盈率仍处于 30 倍以上，市净率为 2.64 倍，2017 年中报 ROE（算术平均）仅为 3%，按照当前价格投资 A 股所获得的年化收益仅 2.27%，不足以覆盖货币基金的利息。所以，所谓追求单纯的低估值的价值股，恐怕难成 A 股主流。

或许可以预见到，主流资金仍会在未来几个月围绕风格转换做文章，主题投资和成长股仍是重点。这些机会体现在新能源汽车产业链、手机产业链和一些细分市场领域。

今年上半年全球汽车市场整体上呈现增速放缓的增长趋势。其中，作为近年来增速领跑全球的中国市场，受本年汽车购置税减税幅度减半等其他因素的影响，增幅创近十年来新低。

据中汽协数据统计，2017 年 1-6 月我国汽车产销量分别为 1,352.58 万辆和 1,335.39 万辆，同比增长 4.64% 和 3.81%，整体增幅减缓。虽然国内汽车市场在销量增速方面进入“新常态”，新能源汽车和智能驾驶依然热度不减。就国内新能源汽车行业而言，虽然在本年度经历了国家和地方补贴双双下降后增速开始放缓且乘用车双积分新政策的明朗化，新能源汽车依然是国家重点扶持的新兴产业，迎来了一轮爆发，加速了行业的淘汰与整合。

智能驾驶已成为国内乃至全球范围内汽车产业的另一大热点。近年来，各大全球整车厂商纷纷以前沿的智能驾驶技术作为向无人驾驶过渡的桥梁布局于各自的技术路线和商业化路径。与此同时，互联网公司、供应商乃至汽车共享服务商凭借自身在软件、数据等技术层面上的优势，快速切入无人驾驶领域。

随着 9 月的临近，在苹果手机概念股热炒之后，整个手机产业链的细分子领域的投资机会也在显现。手机产业链发展机会空间大，细分子行业，尤其是一些零部件的更新与替代带来了某些材料与产品的创新空间。比如陶瓷鎢材在手机上的使用。5G 时代到来使得非金属材料在手机外观件上的应用成为大的趋势，玻璃和陶瓷是目前具备量产条件的非金属材料，两种材料各有各的特点。现阶段市场产能方面玻璃较陶瓷大一些，但陶瓷在耐磨、耐摔、散热等方面比玻璃更好一些。

一些细分领域的龙头也值得重点研究，据行业细分领域的某龙头公司披露，目前公司在手订单金额较大，已超过公司去年的全年收入，主要是下游客户回暖以及公司的品牌影响力在不断提升，以及在环保与市场的双重压力下，其对相关环保措施的重要性认识在不断提高，高端产品的市场集中度也在不断集中所致。公司预计下半年在手订单还会保持一定的快速增长。订单充足是业绩持续增长的保证，所以，现阶段，自下而上和自上而下的分析都集中在行业发展前景好，企业业绩有爆发力的板块和个股上。



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、国企改革及军工股等主题投资机会。

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