



第 361 期

9/18/2017

投资策略周报

新周期，还是新成长？

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

熊市反弹进入中后期

——2017-9-11

从价值股走向成长股

——2017-9-4

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

尽管上证指数面临 3400 点就只剩下一层纸，上证指数依然在 3400 点以下保持连续震荡走势，上周我们曾经提示市场处于反弹中后期，预计 10 月份大会前有最后一波强势反弹。现阶段投资进入鸡肋行情。一方面，市场缺少主攻方向，比如金融股曾经担当了突破 3300 点的主力部队，现在却少了催化剂；另一方面，以新能源汽车为代表成长股虽影响力深远，但更多的是在结构性上启动个股机会，无法调动整体行情。

上周我们曾经提示过《熊市反弹进入中后期》，在当前阶段，信息技术和高科技公司的创新会变得越来越重要。经济结构的转型是大势所趋，股市作为经济晴雨表，只可能反映经济发展的未来预期，而不可能开倒车，继续追随周期股的大涨。



新周期，还是新成长？

尽管上证指数面临 3400 点就只剩下一层纸，上证指数依然在 3400 点以下保持连续震荡走势，上周我们曾经提示市场处于反弹中后期，预计 10 月份大会前有最后一波强势反弹。现阶段投资进入鸡肋行情。一方面，市场缺少主攻方向，比如金融股曾经担当了突破 3300 点的主力部队，现在却少了催化剂；另一方面，以新能源汽车为代表成长股虽影响力深远，但更多的是在结构性上启动个股机会，无法调动整体行情。

宏观上经济数据已经企稳，但除了周期股上涨之后，市场难以找到超预期的板块来选择替代周期股。当前如果资源品价格已经充分反映了阶段性涨价带来的业绩改善机会，则相关周期股很难在这个位置进一步延续上行走势，也就是说，周期股受供给侧改革带来的预期差基本消失，业绩改善的确定性已经反映到股价的涨幅上。

由于在 10 月 18 日之前，市场预期政策市的格局仍以维稳为主基调，但周期股上涨的逻辑并不具有可持续性。比如，一些周期股的价格虽然估值偏低，但需求端出现的周期性的萎缩是属于长期趋势性的状态，依靠供给端的压缩，并不能掩饰中国工业化时代处于尾声的现状。

所以，**周期股的上涨并不是新周期，更可能是一次短周期的反弹。周期股行业已经进入自 2011 年中国粗钢产量拐点形成之后的工业化后周期时代。**

在当前阶段，信息技术和高科技公司的创新会变得越来越重要。经济结构的转型是大势所趋，股市作为经济晴雨表，只可能反映经济发展的未来预期，而不可能开倒车，继续追随周期股的大涨。

但周期股的上涨并不是一种简单的阶段性机会，其中龙头股的上涨有行业集中度不断上升、产品价格上涨及国企改革多重因素的驱动，所以，在本轮周期股的补涨行情中，需要看到上述驱动因素何时会充分兑现，一旦预期兑现，则需要警惕市场的见顶回落。

所以，本阶段，股市虽然存在结构性机会，但系统性机会并不大，期待慢牛行情虽然理想丰满，但现实却很骨感。

目前 10 年期国债利率自 2015 年 12 月见底之后，已经反弹了一段时间，最近利率能否继续上行，取决于美联储 9 月份是否加息，如果 9 月如期加息，则国内利率仍有上行空间。今年 2 月份以来 CPI 连续上行，虽然累计涨幅不大，但趋势已经明朗，所以，叠加 PPI 上行之后的整个通胀形势可能会进一步反映到下游产业当中，最终加息变成确定性事件之后，企业盈利会更加受到限制，除非上游资源品进一步涨价，但成本传导到下游之后，整个经济的成本上升压力会更大，房价不仅不会下跌，反而会出现报复性反弹。所以，除非中国央行跟随美联储加息，否则通胀的形势会进一步强化。

在通胀过程中，如果企业业绩改善，则股市仍有上行空间，主要有周期股为主导，但从经济结构转型角度而言，这种周期股的上涨只能看作是反弹，而不是大周期上涨机会。

不可否认，周期股的补涨机会需要进一步强化及确认，明年如果油价上涨，也许两桶油都会有阶段性表现机会。但科技股的演绎将会出现一波三折，从中国未来二十年来看，科技立国的根本不会改变，成长股依然是主流，这将是未来二十年股市的最大机会。



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、国企改革及军工股等主题投资机会。**阶段性降低资源类周期股持仓。**

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