第 367 期 11/6/2017 投资策略周报

远离风口，挖掘低估的中小市值企业

投资顾问： 胡 宇

执业证书编号： S1280611120001

策略回顾：

逆向思维与安全边际
——2017-10-23

困境反转型策略在 A 股的应用
——2017-10-16

寻找预期差大的股票
——2017-10-9

现阶段仍主抓成长股
——2017-9-25

新周期还是新成长？
——2017-9-18

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

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

一位知名的价值投资人曾经写了一本书叫《远离风口》，体现了作者不凡的理性投资理念和过往多年的经验总结。今天回想前证监会主席郭树清在 2012 年说的一句相当经典的话——蓝筹股出现了罕见的投资价值，可惜市场绝大多数人把这句话当成了笑话。5 年之后回头看，原来郭主席的判断相当精准。

2012 年能够看到蓝筹股的罕见的投资价值，这的确需要前瞻性和投资眼光，然而，在蓝筹股连续上涨了 4 年之后的 2017 年年底，再去鼓吹蓝筹股的投资价值，这就不仅仅是“事后诸葛亮”，更是多少带有跟风和盲从的心态。

霍华德·马克斯曾经说过，投资最忌讳的用倒车镜来看未来。从倒车镜里看到的是蓝筹股的大幅上涨，换言之，如果借此认为蓝筹股仍有进一步上涨的潜力，那可能就会犯倒车镜的错误。投资需要的是向前看，走在 K 线前面，即提前看到存在较大“预期差”的投资机会。而这些预期差最大的机会，往往存在于那些市场绝大多数并不认同的冷门股当中，只有市场不认同，他的股价才便宜，价值才会低估，更会因为公司的经营好转导致市场重新给予更高的估值，这才是“戴维斯双击”的机会。

显然，当下估值较高的多数蓝筹股并不具备“戴维斯双击”的机会，反而需要提防“戴维斯双杀”的风险。一方面，绝大多数蓝筹股的估值已经处于 30 倍市盈率或者以上位置，估值进一步提升的空间并不会太大；另一方面，市场对蓝筹股业绩的预期已经上升到了一个比较乐观的情绪上，如果未来蓝筹股的业绩不能超预期，或低于预期，再或者一些市场未预计到的利空消息突然出现，则股价下行的风险反而比较大。比如，某些大型企业的业绩出现明显的负增长，或者出现市场囤货居奇，产品价格虚高，但市场的非理性行为使得上市公司业绩出现了难得的繁荣期，这种周期的高点一旦迈过，又会陷入低谷。

所以，在市场处于疯狂追涨的热情之下，更需要冷静下来分析，现在到底是将筹码下注到蓝筹股的赢面和赔率大，还是下注到中小市值股票上的赢面和赔率更大？

远离风口，挖掘低估的中小市值企业

一位知名的价值投资人曾经写了一本书叫《远离风口》，体现了作者不凡的理性投资理念和过往多年的经验总结。今天回想前证监会主席郭树清在 2012 年说的一句相当经典的话——蓝筹股出现了罕见的投资价值，可惜市场绝大多数人把这句话当成了笑话。5 年之后回头看，原来郭主席的判断相当精准。

2012 年能够看到蓝筹股的罕见的投资价值，这的确需要前瞻性和投资眼光，然而，在蓝筹股连续上涨了 4 年之后的 2017 年年底，再去鼓吹蓝筹股的投资价值，这就不仅仅是“事后诸葛亮”，更是多少带有跟风和盲从的心态。

霍华德·马克斯曾经说过，投资最忌讳的用倒车镜来看未来。从倒车镜里看到的是蓝筹股的大幅上涨，换言之，如果借此认为蓝筹股仍有进一步上涨的潜力，那可能就会犯倒车镜的错误。投资需要的是向前看，走在 K 线前面，即提前看到存在较大“预期差”的投资机会。而这些预期差最大的机会，往往存在于那些市场绝大多数并不认同的冷门股当中，只有市场不认同，他的股价才便宜，价值才会低估，更会因为公司的经营好转导致市场重新给予更高的估值，这才是“戴维斯双击”的机会。

显然，当下估值较高的多数蓝筹股并不具备“戴维斯双击”的机会，反而需要提防“戴维斯双杀”的风险。一方面，绝大多数蓝筹股的估值已经处于 30 倍市盈率或者以上位置，估值进一步提升的空间并不会太大；另一方面，市场对蓝筹股业绩的预期已经上升到了一个比较乐观的情绪上，如果未来蓝筹股的业绩不能超预期，或低于预期，再或者一些市场未预计到的利空消息突然出现，则股价下行的风险反而比较大。比如，某些大型企业的业绩出现明显的负增长，或者出现市场囤货居奇，产品价格虚高，但市场的非理性行为使得上市公司业绩出现了难得的繁荣期，这种周期的高点一旦迈过，又会陷入低谷。

所以，在市场处于疯狂追涨的热情之下，更需要冷静下来分析，现在到底是将筹码下注到蓝筹股的赢面和赔率大，还是下注到中小市值股票上的赢面和赔率更大？

事实上，一些中小市值具备低估值的价值，当市场风口吹向了大市值蓝筹股之时，这些无人问津的中小市值反而具备了价值低估的潜质。

到底追求热点是不是价值投资，这本身也是见仁见智的问题，但追逐热点的风险是比较大的，任何好的东西只要价格涨得过高，他都可能出现透支的风险，而投资者如果无法判断价值低估或者高估，则可能需要承担过多的风险，从而产生重大亏损的可能性。

一些优秀的细分龙头和隐性冠军仍处于市场不太关注的境况，然而其中的一些企业经营指标并不比蓝筹股差，某些指标甚至远好于大市值蓝筹股，比如负债率、毛利率、资产周转率等。有些中小市值企业业绩拐点已经来临，需求的改善和低负债率保证了这些企业的盈利稳定性增长，另一方面，股价已经跌至了历史的低点，随着三季度业绩拐点的来临，盈利的改善已经明显强化，市场预期改变的趋势随时可能强化，所以，这个阶段我们更应该多一些眼光来发掘价值低估的中小市值股票。当然，作为价值投资者，一方面是考验自己的眼光，同时，当市场风口没有来临之前及股价没有上涨之前，更需要的是耐心和坚持。

最后，需要强调的是，低估值中小市值股票不能单纯用市盈率来衡量，并不是简单的认为 5 倍市盈率的公司就是低估，100 倍的股票就是高估，因为这个点位多数中小市值企业的业绩并不处于高点，而是处于业绩低谷期，所以，业绩拐点已经来临，那么静态的市盈率即使是负值，也并不意味着公司目前处于高估状态。

行业比较——在市场遗忘的角落淘宝

2017 年四季度看好国企改革、军工股及困境反转型企业等主题投资机会。阶段性提高资源类周期股和品牌服饰持仓。

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。

免责申明：

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为或利益冲突情形，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