



第 370 期

11/27/2017

投资策略周报

市场风格从消费转向周期

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

国债收益率破 4%对 A 股的意义

——2017-11-20

当价值投资沦为趋势投资

——2017-11-13

远离风口

——2017-10-30

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

过去 1 年时间里，蓝筹股的涨幅明显跑赢市场其他板块，市场机构将其称之为慢牛行情，但实际上，截至 11 月 23 日收盘，A 股 3439 家企业，包括停牌和新上市公司，仅 1099 家公司今年涨幅大于 0，占比 32%，剩下占比 68%的 2340 家企业今年股价出现了下跌，显然，这是成份指数的少数派牛市，也是大多数股票的熊市。如果考虑市场停牌股票和新股带来的影响之后，主要以市场上实际可交易股票作为样本的话，则下跌家数占比会更大。这意味着今年对多数股票而言是个熊市。当然，熊市并不意味着指数不会不涨，全球多数指数都属于成份指数，只要成份股上涨，指数就会涨，而其他股票只能是被忽视的对象。

但到了 11 月底，机构考核期将近结束，这个时候获利筹码兑现利润的需求较强，今年持续大幅上涨的一线蓝筹估值已经回到了估值中枢上轨，进一步上涨带来的胜率和赔率都在下降，这个时候后续资金进一步去追涨的概率并不大，所以，在这个阶段新建仓机构也会考虑在这个价位去接盘是否胜率足够大？

市场机构将这轮蓝筹上涨称之为“结构性牛市”，但对多数参与者而言如果没有转换思路的话，则是个小概率事件，因为他不是 2007 年和 2015 年那种几乎所有股票都涨的大牛市或者是系统性机会，这是个结构性的机会。其实 2012 年创业板上涨，也是个结构性的牛市。

不是说今年蓝筹股涨完，明年就不涨了。从估值角度来看，仍有一部分蓝筹股的估值是偏低的，在明年仍有进一步上涨的空间。消费白马的行情可能已经大概率结束了，尤其是周期股，比如有色板块，明年机会更大。



市场风格从消费转向周期

过去 1 年时间里，蓝筹股的涨幅明显跑赢市场其他板块，市场机构将其称之为慢牛行情，但实际上，截至 11 月 23 日收盘，A 股 3439 家企业，包括停牌和新上市公司，仅 1099 家公司今年涨幅大于 0，占比 32%，剩下占比 68% 的 2340 家企业今年股价出现了下跌，显然，这是成份指数的少数派牛市，也是大多数股票的熊市。如果考虑市场停牌股票和新股带来的影响之后，主要以市场上实际可交易股票作为样本的话，则下跌家数占比会更大。这意味着今年对多数股票而言是个熊市。当然，熊市并不意味着指数不会不涨，全球多数指数都属于成份指数，只要成份股上涨，指数就会涨，而其他股票只能是被忽视的对象。

但到了 11 月底，机构考核期将近结束，这个时候获利筹码兑现利润的需求较强，今年持续大幅上涨的一线蓝筹估值已经回到了估值中枢上轨，进一步上涨带来的胜率和赔率都在下降，这个时候后续资金进一步去追涨的概率并不大，所以，在这个阶段新建仓机构也会考虑在这个价位去接盘是否胜率足够大？

市场机构将这轮蓝筹上涨称之为“结构性牛市”，但对多数参与者而言如果没有转换思路的话，则是个小概率事件，因为他不是 2007 年和 2015 年那种几乎所有股票都涨的大牛市或者是系统性机会，这是个结构性的机会。其实 2012 年创业板上涨，也是个结构性的牛市。

结构性机会是否能够变成系统性机会呢？这取决两点，市场整体业绩能否上涨，及利率能否下降？前者即整体业绩上涨的概率仍需要看周期股业绩能否持续，后者仍需要判断国债收益率何时破 5%，一旦破 5，则意味着指数整体上涨空间不大。尤其是在加息周期。

分析本轮蓝筹股的上涨，我们可以发现一个非常有趣的现象。大金融板块从年初大银行到保险股，再到年底券商股的补涨，其实逻辑来自于业绩的确定性，业绩越确定的股票最先启动，比如去年工行最先上涨，随后是中国平安，最后到了中信证券，业绩最确定的往往最先启动，业绩最不确定，往往最后启动，属于补涨。所以，11 月 21 日券商股启动护盘时，笔者当时在微博发了如下文字，“券商股今天的表现有点像长坂坡的张飞，叫几个小兵拉着树枝在后面奔跑，虚张声势，掩护大部队撤退。券商业绩未来保持正增长的概率不大，一是散户被赶出了这个机构定价的市场，佣金越来越低，交易量下降之后，代理买卖收入同比增速下滑；二是资管通道业务受限，主动管理的转型仍需时日；三是今年自营做得好的毕竟是少数，对整体业绩下滑的趋势没法改变”。所以，券商属于金融股的最后补涨行情，换言之，看到券商补涨，我们就应该考虑撤退了。

当然，不是说今年蓝筹股涨完，明年就不涨了。从估值角度来看，仍有一部分蓝筹股的估值是偏低的，在明年仍有进一步上涨的空间。消费白马的行情可能已经大概率结束了，尤其是周期股，比如有色板块，



明年机会更大。

从资产配置角度来看，国债收益率破 4% 及金融债破 5% 均凸显了固定收益投资的机会已经来临，尤其历来在年底资金较为紧张的情况下，增配债券或者现金类产品更有相对优势的时间价值。

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、品牌服饰及军工持仓**。

增加 2017 年港股低估值的中小市值的配置比例，维持上证 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。

减持：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，资产泡沫风险显现，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