



第 371 期

12/4/2017

投资策略周报

A 股估值压力仍较大

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

市场风格从消费转向周期

——2017-11-27

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

我们分析过去 10 年的历史，中国资本市场加速扩张，对直接融资的比例提升贡献很大。尽管上证综合指数离 10 年前的 6124 点仍有相当距离，但整个中国资本市场的市值规模早已超过了 2015 年和 2007 年的牛市高峰期。这说明，A 股在市值扩张方面早已是牛市。所以，从这个角度而言，上证指数并不具有代表性。

截至 2017 年 11 月末，沪深两市市值 63 万亿占 GDP（以 2016 年 GDP 万亿元计算）的比重仍不过 80%，即证券化率为 85%。若上海、深圳（58 万亿人民币）及香港（30 万亿人民币）三大交易所的上市市值相加与 GDP 比较，即证券化率达到 102%；而同期美国的证券化率已达 140%。

2017 年定增规模接近 1 万亿，是历史第二大的规模，市场融资能力较强。IPO 融资相比前两年，仍保持着较为稳定的速度前进，对市场冲击并不明显。但供给的大规模增长，使得大小非减持压力仍然较大，一部分股东开始借助可转债来减持，反映了减持新规下的新趋势。

新股发行上市之后往往都会爆炒，所以，估值普遍较高，截至 11 月 22 日，124 家次新股平均市盈率 56 倍，中位数在 50 倍，低于 30 倍市盈率的仅 4 家，占比不到 5%，高估值板块均值回归对二级市场的整体估值冲击会越来越明显，机构资金将不得不采取抱团取暖策略，扎堆绩优蓝筹股。

从 A/H 溢价率来看，目前 A 股相比 H 股的溢价率，已经基本回升到了 2015 年初水平。亦说明 A 股中折价的股票已经基本消失，比价效应下，港股蓝筹的价值投资机会更大。

从统计分析来看，截至 11 月 22 日，A 股仅 1 家公司相比 H 股折价，其他均大幅高于港股价格。从 A 股上市公司整体业绩增速，收入与净利润增速保持了同方向增长，但经营性现金流净额增速却出现了负增长，反映 A 股上市公司业绩增长缺少现金流的匹配，业绩增长质量存疑。

漂亮 50 的股价上涨更多来自于估值的提升，而不是业绩提升。从 2017 年以来，由于供给侧改革带来上游资源品公司业绩的提升，A 股整体业绩增速明显高于漂亮 50 的业绩增速，但漂亮 50 仍然受到市场追捧，这主要市场风险偏好改变带来的风格变化。业绩层面带来的贡献度并不明显。



A 股估值压力仍较大

最近美股走势再创历史新高，牛气逼人。到底美股能涨多久？市场对此莫衷一是，见仁见智。

巴菲特说，美国股市还是可以在继续上涨，目前风险并不大；但一些对冲基金经理却认为目前美股已经处于高风险区域。两边的观点明显有分歧。

笔者理解，巴菲特是从利率角度来评价美国股市的。因为基准利率仍处于低位，美国国债收益率也离 5% 仍有较大距离，仅为 2.42%（截至 11 月 30 日），仍处于相对低位。由于无风险利率提供的回报相对较低，因此，对资本吸引力相对较低。而道琼斯指数和标准普尔 500 指数尽管市盈率分别已经到了 21 倍和 23 倍，到换算成收益率也就 4.7%-4.35%，远大于国债收益率，因此，从性价比上而言，目前权益类资产的回报率仍然远大于无风险收益率。所以，对美股而言，暂时看不到大的风险。当然，如果美国继续上涨，也会出现阶段性的波动风险。

对中国股市而言，相比我们的国债收益率已经接近 4%，上证综指市盈率 15 倍，但如果扣除银行股（贡献 A 股整体利润的一半）以后，A 股整体市盈率在 30 倍以上，换成收益率仅 3.33%，与国债收益率比较已经缺少估值优势。所以，A 股资金扎堆在少数低估值板块。

当然，这仅是从价格角度来分析。从市场供求角度来看，经过今年市场的充分扩容，市场估值提升是由压力的。

我们分析过去 10 年的历史，中国资本市场加速扩张，对直接融资的比例提升贡献很大。尽管上证综合指数离 10 年前的 6124 点仍有相当距离，但整个中国资本市场的市值规模早已超过了 2015 年和 2007 年的牛市高峰期。这说明，A 股在市值扩张方面早已是牛市。所以，从这个角度而言，上证指数并不具有代表性。

截至 2017 年 11 月末，沪深两市市值 63 万亿占 GDP（以 2016 年 GDP 万亿元计算）的比重仍不过 80%，即证券化率为 85%。若上海、深圳（58 万亿人民币）及香港（30 万亿人民币）三大交易所的上市市值相加与 GDP 比较，即证券化率达到 102%；而同期美国的证券化率已达 140%。

2017 年定增规模接近 1 万亿，是历史第二大的规模，市场融资能力较强。IPO 融资相比前两年，仍保持着较为稳定的速度前进，对市场冲击并不明显。但供给的大规模增长，使得大小非减持压力仍然较大，一部分股东开始借助可转债来减持，反映了减持新规下的新趋势。

新股发行上市之后往往都会爆炒，所以，估值普遍较高，截至 11 月 22 日，124 家次新股平均市盈率 56 倍，中位数在 50 倍，低于 30 倍市盈率的仅 4 家，占比不到 5%，高估值板块均值回归对二级市场的整体估值冲击会越来越明显，机构资金将不得不采取抱团取暖策略，扎堆绩优蓝筹股。

从 A/H 溢价率来看，目前 A 股相比 H 股的溢价率，已经基本回升到了 2015 年初水平。亦说明 A 股中折价的股票已经基本消失，比价效应下，港股蓝筹的价值投资机会更大。



从统计分析来看，截至 11 月 22 日，A 股仅 1 家公司相比 H 股折价，其他均大幅高于港股价格。从 A 股上市公司整体业绩增速，收入与净利润增速保持了同方向增长，但经营性现金流净额增速却出现了负增长，反映 A 股上市公司业绩增长缺少现金流的匹配，业绩增长质量存疑。

漂亮 50 的股价上涨更多来自于估值的提升，而不是业绩提升。从 2017 年以来，由于供给侧改革带来上游资源品公司业绩的提升，A 股整体业绩增速明显高于漂亮 50 的业绩增速，但漂亮 50 仍然受到市场追捧，这主要市场风险偏好改变带来的风格变化。业绩层面带来的贡献度并不明显。

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，适当调低上证 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。

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