



策略周刊：2017 年以游击战为主

投资顾问： 胡宇
执业证书编号： S1280611120001

2017 年春季行情不宜期待过高，尽管短期人民币贬值的风险降低了，但就 2017 年全年整体行情而言，资产价格打折的可能性颇大，因此，2017 年上半年仍需要执行游击战策略，避免将资产放在一个篮子里。

短期来看，考虑到中国利率水平实际已经得到大幅提升，所以，人民币贬值的风险已经释放了大半。从中美两国货币总量与 GDP 的比重来看，中国目前是 2.03，美国是 0.7；中国过去 8 年投放的货币大大高于美国量化宽松的政策，但人民币对美元却保持了较大的升值，这显然不符合购买力平价理论。举个简单的例子是，在中国北京一套普通的高层住宅，可以卖到 1400 万，价值 200 万美元，同样 200 万美元的房子可以选择纽约市中心特朗普大厦的 100 平方的精装修公寓。后者的性价比更高。

另外减持和新股发行的速度并没有因为市场低迷而放慢，反而出现了加速的态势。虽然我们支持资本市场服务实体经济，但很多上市融资最终的出路却并不是支持实体经济，而是选择套现走人。

策略回顾：

- 加息初期 A 股必跌
——2016-12-26
- 博弈下的估值重构
——2016-12-19
- 12 月或出现重要拐点
——2016-12-12
- 12 月调整风险大，防御为主
——2016-12-5
- 年底行情进入收官阶段
——2016-11-28
- 战略看多不影响波段战术
——2016-11-21
- A 股喜迎年底红包行情
——2016-11-14
- 本轮上涨至少到 3400 点
——2016-11-7
- 本轮调整何时结束？
——2016-10-31
- 深港通打开泄洪的闸门
——2016-10-24
- 债转股为国企蓝筹带来困境反转机会
——2016-10-17
- 投资收益的 90%来自于资产配置
——2016-10-10
- A 股有望进入秋收模式
——2016-9-26
- A 股老千股的两种典型手法
——2016-9-19



市场策略：2017 年以游击战为主

2017 年春季行情不宜期待过高，尽管短期人民币贬值的风险降低了，但 2017 年整体行情而言，资产价格打折的可能性颇大，因此，2017 年上半年仍需要执行游击战策略，避免仓位过重或将资产放在一个篮子里。

短期来看，考虑到中国利率水平实际已经得到大幅提升，所以，人民币贬值的风险已经释放了大半。从中美两国货币总量与 GDP 的比重来看，中国目前是 2.03，美国是 0.7；中国过去 8 年投放的货币大大高于美国量化宽松的政策，但人民币对美元却保持了较大的升值，这显然不符合购买力平价理论。举个简单的例子是，在中国北京一套普通的高层住宅，可以卖到 1400 万，价值 200 万美元，同样 200 万美元的房子可以选择纽约市中心特朗普大厦的 100 平方的精装修公寓。后者的性价比更高。

另外减持和新股发行的速度并没有因为市场低迷而放慢，反而出现了加速的态势。虽然我们支持资本市场服务实体经济，但很多上市融资最终的出路却并不是支持实体经济，而是选择套现走人。

一个市场如果以融资主导，如果沦为大小非等资本方的提款机，小股东不免承受着义务打工的结果。回顾 2016 年，相比美股的不断创新高，A 股三大证券市场指数都是负收益。中国广大小股民在资本市场并没有获得有效的回报，只有无偿的资本付出，又是白白辛苦一年。

据公开信息披露，2016 年前 11 月，上市公司通过股票发行累计融资 1 万多亿元，同比增长 80%，交易所债券市场累计发行 3 万亿元，同比增长 60%。到目前为止，在交易所市场上市的公司已超过 3000 家，新三板挂牌企业超过 1 万家。

与此同时，2016 年 12 月至 2017 年 1 月为大小非解禁高峰期，公有 492 家公司解禁。潜在解禁规模分别为 3742 亿元、4407 亿元，均为当年解禁规模最大的月份。在这样的解禁高峰之下，可以看到有多家公司的股东宣布要清仓式减持。

不可否认，监管层牢牢坚持服务实体经济的根本宗旨，这并没有错。但若单方面通过扩大直接融资来支持实体经济而不注重市场承受能力、不考虑市场其他投资者的利益，那么，这种竭泽而渔的做法最终也会趋势市场生态环境进一步恶化。

进一步而言，在融资发行速度和发行规模以及套现减持都加快的前提下，一定会酝酿新的市场风险。由于实体经济本身不景气，所以，上市公司的业绩也会体现实体经济不景气所带来的业绩下滑的影响，无论是业绩下滑或造假还是信用违约都会成为普遍的常态。巨额融资和套现的行为最终会逼迫市场的估值体系大幅下行，大小非减持套现的压力必会在 2017 年显现，股票市场融资的单方面繁荣导致居民财产性收入出现贫富分化，必将影响社会的最终稳定。由于目前房地产价格高估，人民币贬值预期强化，资本市场融资套现的资金也会进一步考虑资产转移，对现有的外汇储备构成新的压力。

在融资套现存在暴利收益的前提之下，监管层继续用道德来约束以大小非为主的资本方其实是无效的监管。抓不住市场治理的本质和主要矛盾，而过分强调中介机构的责任，也会延误时机。因为资本暴利的获得是在资本方遵守游戏规则的前提下获得的。只要改变现有的游戏规则，征收资本暴利税才可能在套现成本大幅上升的情况下而慎重考虑减持。

理论上说，资本市场的参与各方应该注重企业长期经营，企业家亦应该通过诚实劳动来赚钱，但如果能够通过资本套利即获得超额收益，那么很多企业老板就不可能再诚实经营下去，因为资本套利比老实做实业赚钱来得快也容易得多。由于 A 股本身投机氛围浓厚、上市之后的估值大幅偏离内在价值，所以，使得“上市融资”成为了一项获取暴利的套利交易。只要顺利上市融资，由于公司股价大大高估，并远离公



司重置成本，所以，套现就成为了大小非当下最优的选择。

我们希望，资本市场供给侧改革的前提是，监管层迅速改变融资上市为名、行圈钱套现之实的现状、如果为了所谓的服务实体经济，就盲目放开融资发行，那么，以大小非为主的资本方也会尽最大努力借助现有的游戏规则，继续减持、趁机套现并可换成美元资本出逃，最终 A 股市场可能趋向于崩溃的边缘。我们预计，要抵制资本出逃和外汇储备大幅流失的压力，明年管理层出台各种补救措施（诸如加息、资本账户的监管以及融资收紧的可能性会大大提升。

行业配置策略

2017 年继续看好高股息、低估值蓝筹股及国企改革的主题投资机会，阶段性建议关注电力改革、新能源、环保水务及土地流转等受益于国家产业政策的板块和行业，及受益于供给侧结构性改革的煤炭、钢铁、有色等行业的阶段性机会；同时随着直接融资比例的提升、养老金制度和所得税改革的推动，大金融板块也存在系统性机会。

推荐：券商股属于周期性成长股

尽管受经济周期的影响，券商股的弹性较大，但我们仍看好中国券商股未来几年的成长性。从行业长期发展来看，资本市场是供给侧结构性改革的重点，直接融资比例提升有助于中国经济转型，当前各项政策都在支持资本市场的发展。其次，券商业绩成长性确定。证券业是中国经济转型的最大受益者之一。作为资本中介，直接受益于直接融资比例的提升和资本市场的爆炸式发展。尤其是二级市场交易量的爆发式增长，创新步伐进一步加快，发行注册制、衍生品及创新业务等对券商收入增长均是重要驱动因素。考虑到交易量的企稳，上调 2017 年上半年券商业绩预期，建议等估值继续跌落后的价值投资机会。

推荐：增持基建、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。

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：有色金属、煤炭等大宗商品相关行业

中国经济结构调整，2017 年大宗商品价格出现震荡盘升的可能性较大。需关注不同细分品种的下游需求回升带来的价格拉动机会，基本金属和煤炭板块有望迎来供给收缩对应的反弹机会。

推荐：债转股带来银行股中线配置价值



尽管银行业受房地产市场波动的影响很大，但随着经济转型与改革的深入，以及直接融资比例的大幅提升，银行资产出现质量恶化的风险在下降。同时，银行本身的拨备比例较高，能够抵御较强的系统性风险，资产质量的不确定性在降低；加之债转股的推出，银行资产质量风险在下降，拨备降低之后，盈利能力将有大幅改善机会，建议中长线对银行股保持乐观。长期来看，银行股的估值修复机会空间较大。低估值银行股为长线资金提供了买入的机会。但中小银行的差异很大，一些管理不善的银行未来存在破产的风险，建议区别对待。

中性：房地产行业前景中性

房地产市场的救市政策陆续推出，从供给侧改革的取向来看，化解房地产库存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铺开，预计未来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和香港房价的下滑态势。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。

2017年土地流转政策可能出现重大变化，其对房地产市场的长期走势影响较为深远，建议关注土地流转板块的阶段性机会。

推荐：保险，尤其是寿险公司

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。当股债双牛的市场特征出现之后，保险投资收益将大幅增长，戴维斯双击的特征明显。

推荐：国企改革与电力、石油石化等传统行业的转型

能源改革势在必行，电力、石油石化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。

推荐：交通运输行业

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、高速公路）及港口仓储业估值较低，但相比2013、2014年而言，安全边际已经不够理想。2017年国企改革的进一步推进及行业转型的预期将带给交运板块阶段性机会。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。

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，值得挖掘。

谨慎推荐：建筑建材

在基建投资的拉动下，建筑行业整体业绩分化，但龙头公司处于复苏期，股价出现分化。在经济下行压力下，稳增长扩大基建投资似乎是必然的趋势，但仅凭城市地下管廊、海绵城市及PPP等几方面目前仍旧无法令市场对建筑行业预期发生根本变化。因此，启动铁路、公路、城市轨道交通等基础设施建设仍是稳增长的重点。

建材行业目前处于“L”型走势的右侧，2016年底部确认后可望阶段性复苏。而2017年会继续行业大



规模的并购整合，主要来自于两方面，首先是两大央企集团，中国建材集团及中国中材集团的整合，这将涉及 5 亿吨的水泥产能(占全国的约 20%)；其次从供给和需求端发力，不排除 2017 年的传统周期品仍有中级别行情。

增持：食品饮料及相关消费股

白酒股的龙头企业目前估值合理，CPI 上涨是股价上涨的催化剂，建议增持负债率低、现金流充裕的优质白酒公司，比如茅台、五粮液、泸州老窖。因为在未来白酒行业的淘汰和重组过程中，拥有现金支持的龙头公司将具有更为强大的兼并收购能力。

总结：2017 年继续看好高股息、低估值蓝筹股及国企改革的主题投资机会，阶段性建议关注电力改革、新能源、环保水务及土地流转等受益于国家产业政策的板块和行业，及受益于供给侧结构性改革的煤炭、钢铁、有色等行业的阶段性机会；同时随着直接融资比例的提升、养老金制度和所得税改革的推动，大金融板块也存在系统性机会。

风险提示：

在经济转型背景下，若上市公司整体业绩增速低于市场预期，或市场整体估值提升过快，以及政策出手干预、抑制泡沫，这些因素的出现都将导致市场波动加大。另外新三板分层交易、注册制发行等供给超预期扩张对高市盈率股票的冲击也应该引起注意。因此，无视市场风险、盲目乐观、过度放大杠杆等，都是危险的做法。投资者在分析及把握投资机会过程中应避免盲从、坚持独立客观的分析，建立一套符合自己特质的、并经过实践检验的、存在较大胜率的交易模式或投资体系。

大类资产配置策略：超配权益类资产

从人民币资产配置策略出发，由于目前经济增速仍处于放缓阶段，但资产泡沫风险隐现，当前的稳增长手段仍以“宽财政、稳货币”为出发点。考虑到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，其高估的房价加上紧缩政策带来的影响恐怕不容小觑，我们预计，2017 年一二线房地产市场走熊的概率颇大；而利率长期的下行趋势，或这意味着固定收益产品缺少吸引力，作为中国居民过去的两大人民币资产配置主体——房地产和固定收益等类货币资产——都将面临占比下降的趋势，而股票、保险等资产将有较大的提升空间。

从大类资产配轮换的角度而言，美元升值导致石油、黄金等大宗商品价格低迷，现金及货币基金、银行理财产品等固定收益类产品年化收益率与股票等权益类资产相比也没有明显优势。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 60%以上，给予“超配”评级。

【资金流向】上周个股资金流向

个股资金流入：

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	主力净流入额(万元)	成交额(万元)	主力净流入率(%)	连续流入天数
000514.SZ	渝开发	7.25	107,477.43	504,313.24	21.31	5
300090.SZ	盛运环保	1.49	54,734.79	395,420.88	13.84	5
603878.SH	武进不锈	27.59	52,341.20	429,926.48	12.17	-1



601318.SH	中国平安	2.02	50,927.20	532,330.54	9.57	5
603585.SH	苏利股份	-7.27	48,424.08	254,651.47	19.02	5
603559.SH	中通国脉	-13.35	46,304.51	179,096.63	25.85	5
603990.SH	麦迪科技	38.27	42,964.66	123,357.47	34.83	3
603389.SH	亚振家居	21.34	42,386.56	200,411.26	21.15	4
002830.SZ	名雕股份	24.46	41,973.40	140,710.89	29.83	5
600104.SH	上汽集团	1.21	40,989.40	241,882.33	16.95	5

个股资金流出：

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	主力净流入额(万元)	成交额(万元)	主力净流入率(%)	连续流入天数
600050.SH	中国联通	-6.40	-117,484.10	1,188,604.17	-9.88	-5
601558.SH	华锐风电	-13.01	-109,345.86	296,859.12	-36.83	-5
601668.SH	中国建筑	-0.67	-102,531.29	2,182,577.87	-4.70	-1
002131.SZ	利欧股份	-5.84	-84,476.59	350,973.84	-24.07	-2
600158.SH	中体产业	-11.29	-80,066.86	914,265.61	-8.76	-5
600115.SH	东方航空	-5.61	-61,541.77	749,116.91	-8.22	-5
600069.SH	银鸽投资	4.65	-61,374.41	720,542.03	-8.52	-1
000413.SZ	东旭光电	-1.23	-60,429.23	540,667.84	-11.18	-5
600150.SH	中国船舶	-7.29	-51,803.58	518,989.84	-9.98	-5
300268.SZ	万福生科	-1.62	-50,380.34	415,492.72	-12.13	-5

数据来源：WIND



适应对象：本产品属于高风险类产品，适合激进型投资者。

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