第 347 期 6/19/2017 投资策略周报

# 熊市注重防御型机会

投资顾问： 胡 宇

执业证书编号： S1280611120001

策略回顾：

戒急用忍

——2017-6-12

漂亮 50 是真价值，还是真泡沫

——2017-6-5

限减持的利好能维持多久

——2017-5-31

A 股市场的估值底在那里

——2017-5-22

沪指进入阶段性筑底

——2017-5-15

巴菲特没有说的 A 股秘密

——2017-5-8

白马股的价值陷阱

——2017-5-2

巨婴股民要学会买者自负

——2017-4-24

防风险是当前主要策略

——2017-4-17

从不对称分布寻找超额收益

——2017-4-10

A 股金融股是否低估

——2017-4-5

A 股牛市尚早

——2017-3-27

没有新高，就没有背驰

——2017-3-20

房价上涨或持续到 2023 年

——2017-3-13

次新股破发是行情见底信号

——2017-3-6

A 股反弹行情进入尾声

——2017-3-6

美联储在周三的再次加息对全球资产都是一个强化紧缩的信号。尽管自 2015 年以来，美联储已连续加息 4 次，但欧美股市在同期却保持了持续上涨，所以，欧美股市的泡沫随时可能引爆。这一点，中国央行同样有很清醒的认识。周三同时公布的 5 月份中国经济数据反映出去杠杆化进程是毋庸置疑的，M2 增速创出历史新低就是重要信号。

毋庸置疑，在货币政策紧缩或者金融去杠杆的过程中，期盼 A 股出现牛市的可能性是不大的，这也是笔者前期一直强调的观点。换言之，市场任何的大幅反弹都属于熊市下跌中继型反弹，也是减仓的机会。包括蓝筹股的补涨反而提升了市场整体估值，降低了低估值板块的安全边际，也拉长了市场见底的时间。

即使 A 股如期加入 MSCI，并不能改变市场低估值股票越来越少的客观事实。尽管市场舆论对新股发行均持悲观预期，但监管层和官方媒体似乎并不打算暂停新股发行，所以，中小市值的股票估值收缩的空间仍然比较大。

在市场系统性机会不多的情况下，笔者建议将注意力更多集中在业绩稳定增长或处于复苏期的一些结构性机会上。比如最近的工程机械板块，随着“铁公基”强劲需求带动，多年低迷的工程机械销量开始井喷。今年前 4 个月，国内主要企业挖掘机销量达 5 万 4 千多台，较去年同期增幅达 99.5%。在房地产投资增速及固定资产投资增速放缓的背景下，主动开启基建投资来稳增长是符合预期的。

另外一个机会就是航空股，在 CPI 普遍处于低位运行过程中，原油价格的下跌贡献很大。前期我们分析过，新能源行业的诞生和快速发展对传统石化能源的替代性比较大，所以，原油价格的下跌对航空公司降低成本是有利的。

航空公司的利润率上升的同时，如果估值能够更加便宜的话，那就是一个不错的防御型投资机会。另外，在熊市中后期，一些具备防御型特点的公用事业股，包括能源电力、高速公路都会受到市场机构投资者的偏爱。

# 熊市注重防御型机会

美联储在周三的再次加息对全球资产都是一个强化紧缩的信号。尽管自 2015 年以来，美联储已连续加息 4 次，但欧美股市在同期却保持了持续上涨，所以，欧美股市的泡沫随时可能引爆。这一点，中国央行同样有很清醒的认识。周三同时公布的 5 月份中国经济数据反映出去杠杆化进程是毋庸置疑的，M2 增速创出历史新低就是重要信号。

毋庸置疑，在货币政策紧缩或者金融去杠杆的过程中，期盼 A 股出现牛市的可能性是不大的，这也是笔者前期一直强调的观点。换言之，市场任何的大幅反弹都属于熊市下跌中继型反弹，也是减仓的机会。包括蓝筹股的补涨反而提升了市场整体估值，降低了低估值板块的安全边际，也拉长了市场见底的时间。

即使 A 股如期加入 MSCI，并不能改变市场低估值股票越来越少的客观事实。尽管市场舆论对新股发行均持悲观预期，但监管层和官方媒体似乎并不打算暂停新股发行，所以，中小市值的股票估值收缩的空间仍然比较大。

事实上，新股发行和退市正好属于股票供给的两个维度，只有保证新股发行质量，严格退市，加快优胜劣汰，才是真正的市场化。才会对中国股市长期发展有利。这一点没有太多争议。

在市场系统性机会不多的情况下，笔者建议将注意力更多集中在业绩稳定增长或处于复苏期的一些结构性机会上。比如最近的工程机械板块，随着“铁公基”强劲需求带动，多年低迷的工程机械销量开始井喷。今年前 4 个月，国内主要企业挖掘机销量达 5 万 4 千多台，较去年同期增幅达 99.5%。在房地产投资增速及固定资产投资增速放缓的背景下，主动开启基建投资来稳增长是符合预期的。中联重科最近卖掉了环保机械子公司，回流了 100 多亿的现金流，同时上市公司积极回购，反映了公司对目前股价的信心。

另外一个机会就是航空股，在 CPI 普遍处于低位运行过程中，原油价格的下跌贡献很大。前期我们分析过，新能源行业的诞生和快速发展对传统石化能源的替代性比较大，所以，原油价格的下跌对航空公司降低成本是有利的。

同时，中国经济从后工业时代开始过渡到消费经济时代，消费和服务业对经济的贡献度将大幅提升。最近两年航空公司的客座率已处于高位运行，大数据的分析及使用对航空公司提升客座率非常有帮助，而网上购物的流行和电商的发展亦对航空货运物流给予促进作用，除了少数物流公司有自己的货运机队以外，其他物流公司都需要借助航空公司的力量来加快物流运转，所以，客运和货运物流的饱和对航空公司而言，意味着资产周转率的最大化。

其次，中国大飞机战略的发展及 C919 飞机的出现，使得波音和空客在波音 737 和空客 330 等中型飞机上的定价权开始下降，这无疑会降低全球航空公司订购中型飞机的成本。

所以，航空公司的利润率上升的同时，如果估值能够更加便宜的话，那就是一个不错的防御型投资机会。另外，在熊市中后期，一些具备防御型特点的公用事业股，包括能源电力、高速公路都会受到市场机构投资者的偏爱。

# 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、低负债现金充裕型消费龙头企业以及国企改革等主题投资机会。**

**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。

## 主题投资机会推荐：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：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。2017 年下半年大宗商品价格出现震荡调整的可能性较大。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。

**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。

牛市初、中期：配置权益类产品
牛市末期：看跌期权和对冲型产品
熊市末期：现金类和固定收益类产品
熊市初期：提示市场风险、现金类

适应对象：本产品属于中高风险类产品。

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