



第 347 期

6/26/2017

投资策略周报

## 6 月底进入“边打边撤”阶段

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

## 策略回顾：

熊市注重防御型机会

——2017-6-19

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

1. 伴随金融去杠杆，市场利率上浮导致适度或者相对紧缩局面出现，企业投资开工的意愿会受到抑制，财务成本上升。实体企业盈利水平会进一步下滑。银行信贷的收缩首先体现在对明星企业的惜贷，过去依赖高负债扩张的企业必然会在中后市末期爆出黑天鹅事件，大型企业信贷违约或者信用风险的爆发也进一步验证了金融去杠杆的过程的持续，这个阶段的投资风险进一步体现在明星企业“股债双杀”之上。

2. 银行利润在 2017 年上半年可能下滑。5 月份 M2 增速跌破 10%，创历史新低，这必然反映银行信贷增速也在下降，企业贷和房贷增长同步下降，银行又无法做到以价补量（因为不允许过分提高贷款利率，而银行负债成本又在上升），所以，2017 年上市银行营业收入和净利润均可能出现增速下行，甚至于负增长。而银行对 A 股整体利润贡献接近一半，这势必会降低 A 股整体的利润增速及利润规模，所以，A 股估值会出现阶段性相对高估。

3. 目前除了银行，其他板块均没有估值优势，尤其是相比 2001 年至 2005 年的熊市，我们的疑问是，既然中小创跌幅这么大，为什么这一次熊市没有外资来抄底中小创？

4. 新股融资仍未找到对策，何时明确注册制与否，都将影响投资者信心，更何况，前两年通过定增融资和 IPO 上市带来的估值泡沫和减持压力并没有有效化解，最近大小非减持套现的规模反而出现异常增加。正所谓上有政策，下有对策！所以，高估值的溢价套利并没有因为政策限制而减少，高抛低吸的市场规律仍在起作用？！

5. 熊市往往会出现利好兑现就是利空，本次即使成功加入 MSCI，但利好的影响可能早已反映到股价上。由于漂亮 50 等白马股估值修复基本到位，甚至于高估，比如某安防龙头市值甚至赶上中国中车。所以，即使依靠中小创的超跌反弹，恐怕对整体市场的影响力度也有限。

6. 看好航空板块的稳定成长性。从估值对比来看，目前国内三家航空公司的市值和市盈率、市净率都比美股便宜，这也许是个机会。



## 6 月底进入“边打边撤”阶段

前面几期我们谈到目前仍是熊市中后期，换言之，逢利好反弹就是减仓的机会。进一步而言，我们的建议是，A 股纳入 MSCI 消息在 6 月 21 日的兑现，届时出现冲高回落概率较大，也可能是一次较好的减仓机会。预计最近大盘进一步上涨空间有限，技术面出现顶背离迹象，目前是边打边撤。

主要考虑如下，

1. 伴随金融去杠杆，市场利率上浮导致适度或者相对紧缩局面出现，企业投资开工的意愿会受到抑制，财务成本上升。实体企业盈利水平会进一步下滑。银行信贷的收缩首先体现在对明星企业的惜贷，过去依赖高负债扩张的企业必然会在中后市末期爆出黑天鹅事件，大型企业信贷违约或者信用风险的爆发也进一步验证了金融去杠杆的过程的持续，这个阶段的投资风险进一步体现在明星企业“股债双杀”之上。

2. 银行利润在 2017 年上半年可能下滑。5 月份 M2 增速跌破 10%，创历史新低，这必然反映银行信贷增速也在下降，企业贷和房贷增长同步下降，银行又无法做到以价补量（因为不允许过分提高贷款利率，而银行负债成本又在上升），所以，2017 年上市银行营业收入和净利润均可能出现增速下行，甚至于负增长。而银行对 A 股整体利润贡献接近一半，这势必会降低 A 股整体的利润增速及利润规模，所以，A 股估值会出现阶段性相对高估。

3. 目前除了银行，其他板块均没有估值优势，尤其是相比 2001 年至 2005 年的熊市，我们的疑问是，既然中小创跌幅这么大，为什么这一次熊市没有外资来抄底中小创？

2001 年至 2005 年市场下跌的主要诱发因素是国有股减持，而这次指数下跌的原因很大程度归结为大小非减持套现，不管市场最终解决的方式是什么？市场最终见底的信号都在于，是否有外界资金愿意过来接盘。2001 年至 2005 年那一次熊市当中正好是外资作为战略投资者大量参与国有银行贱卖的机会，赚得盆满钵满。这一次还没有出现这种抄底资金？说明市场仍有下跌空间。

4. 新股融资仍未找到对策，何时明确注册制与否，都将影响投资者信心，更何况，前两年通过定增融资和 IPO 上市带来的估值泡沫和减持压力并没有有效化解，最近大小非减持套现的规模反而出现异常增加。正所谓上有政策，下有对策！所以，高估值的溢价套利并没有因为政策限制而减少，高抛低吸的市场规律仍在起作用？！

5. 熊市往往会出现利好兑现就是利空，本次即使成功加入 MSCI，但利好的影响可能早已反映到股价上。由于漂亮 50 等白马股估值修复基本到位，甚至于高估，比如某安防龙头市值甚至赶上中国中车。所以，即使依靠中小创的超跌反弹，恐怕对整体市场的影响力度也有限。

6. 具体操作层面来看，建议现阶段仍需要戒急用忍！在熊市操作的谨慎性，使得多数机构降低了仓位，通过仓位防守来避免胜率过低带来的风险。同时，通过选择相对具有一定胜率和赔率的品种，适当进行防御。防御的主要特点是估值便宜，业绩稳定增长。

从防御角度来看，阶段性看好航空行业。航空运输业属于周期性行业，与宏观经济周期密切相关。虽然中国经济增长放缓，但是受人均收入保持增长、消费逐步升级、中产阶级兴起、经济增长转型、产业结构升级、城镇化推行等因素影响，中国航空市场需求的驱动力依然坚挺，市场潜力巨大。

目前中国航空运输业尚处于成长期，根据中国民航局预计，到 2020 年我国要满足人均乘机次数 0.5 次、旅客运输量 7.2 亿人次的市场需求，这就意味着“十三五”期间我国航空市场仍有年均 10%左右的增长速度。

图 1：中国民航运输总周转量及增长率

2011-2015年中国民航运输总周转量及增长率



数据来源：中国民航局网站、《2015 年民航行业发展统计公报》

@胡言文

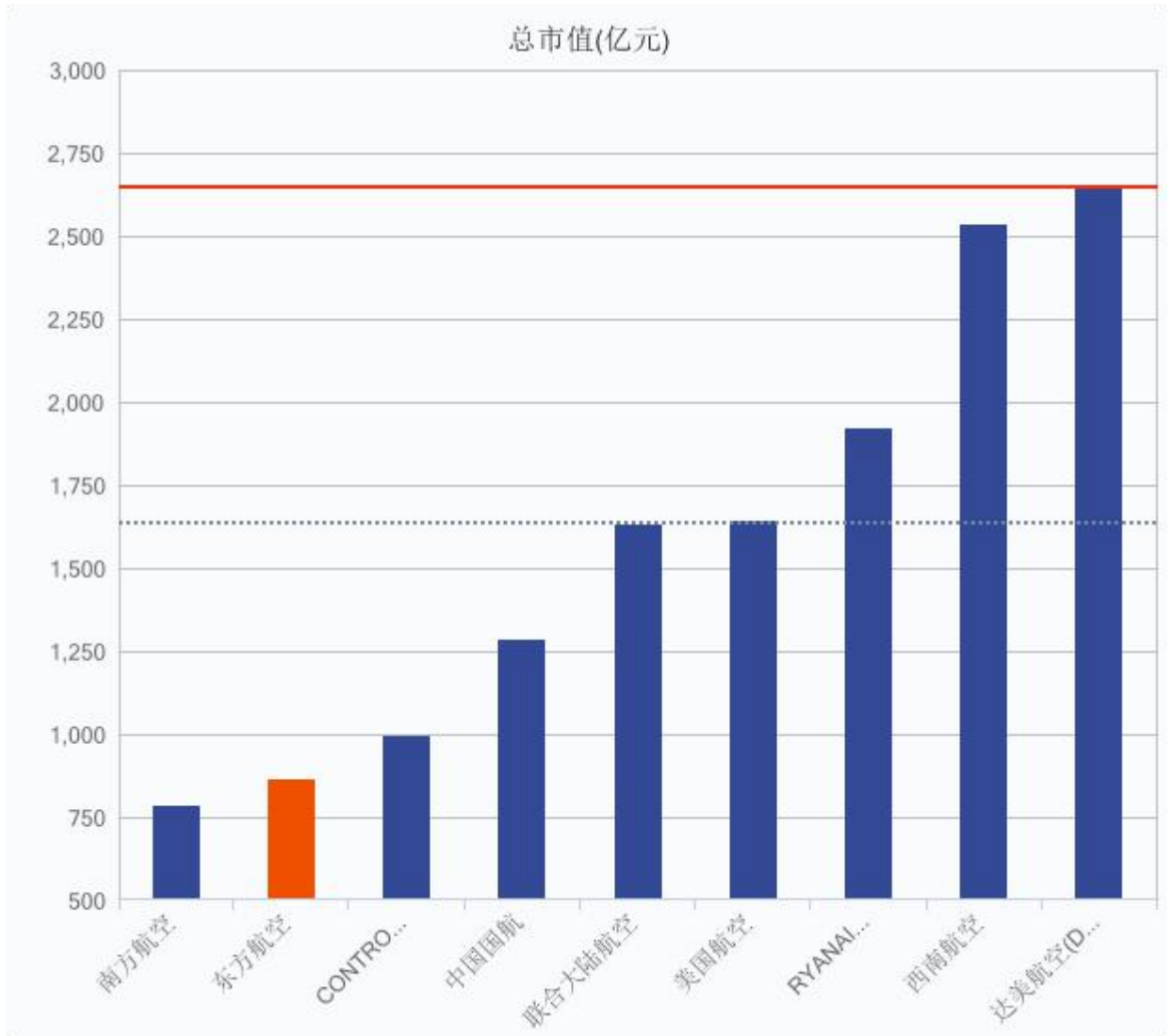
2016 年作为中国民航“十三五”规划开局之年，中国航空运输业客运市场整体依然呈现供需两旺局面，出境旅行需求持续增长，国际航线稳中延续增长趋势。在全行业运力投入高速增长的同时，投产效率进一步提升，客座率保持稳步提升。油价虽低谷回升但航空业依然可享受低油价红利。虽然受到美元汇率大幅波动等不利因素的影响，本报告期行业仍然实现较好的业绩。

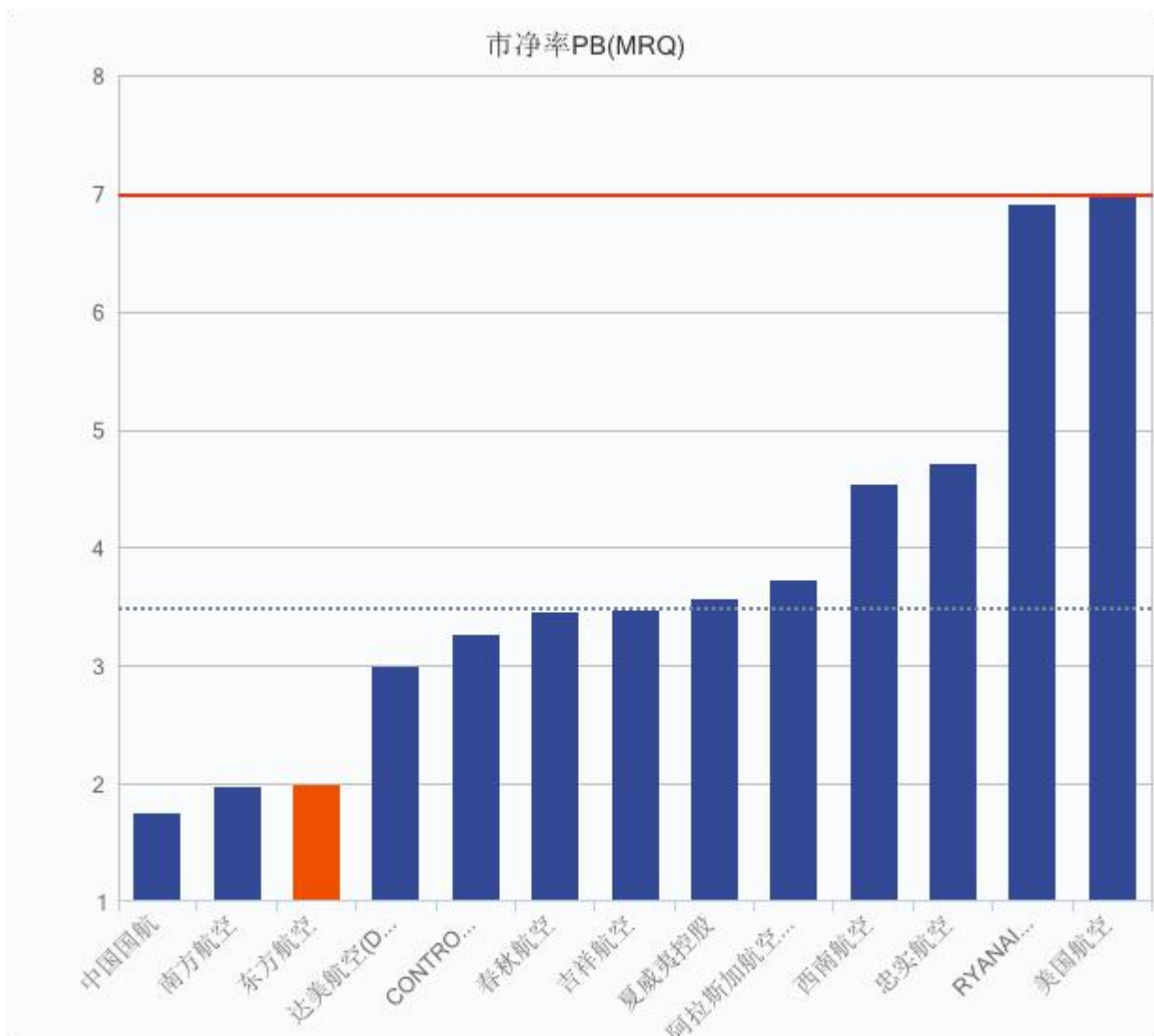
经过多年的发展和全行业的重组改革，目前，中国航空运输业已经初步形成了以国航、东方航空、南方航空等三大航空公司为主导，多家航空公司并存的竞争格局。三大国有控股航空集团占据了国内航空客货运输市场较大的份额，其他区域性航空公司和特色航空公司在



各自专注的细分市场领域具有较强的市场竞争力。从估值对比来看，目前国内三家航空公司的市值和市盈率、市净率都比美股便宜，这也许是个机会。

图 2：中外航空公司市值、估值对比





## 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

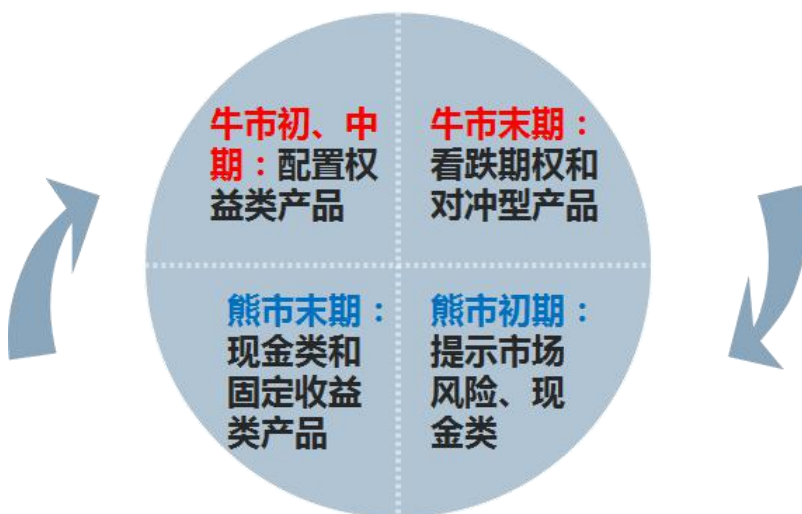
券商股的弹性较大，属于高贝塔板块，往往市场处于牛市时，券商涨幅会超过大盘指数收益，但市场处于调整阶段时，券商股也会出现超跌机会。尽管长期仍看好中国券商股未来几年的成长性，但在市场处于调整周期之时，券商股可能出现超跌机会，因此，目前时点不建议过度配置券商股，等待超跌带来的加仓机会。

## 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。





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](http://www.chinalions.cn)