



第 354 期

7/31/2017

投资策略周报

8 月市场的机会与风险

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

结构性机会与系统性调整同步进行

——2017-7-24

沪深 300 指数进入反弹尾声

——2017-7-17

7 月关注资源股补涨机会

——2017-7-10

7 月冲高回落概率较大

——2017-07-03

6 月底进入边打边撤阶段

——2017-6-26

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

解决金融增加值占比，尤其是银行利润占比过高的局面，最直接的做法就是建立多层次资本市场，提高直接融资比重，坚持市场化改革。因此，资本市场大有可为。

在 19 大召开前夕，各种迹象表明，下半年证券市场改革的方向似乎已经确立，包括拓展资金入市渠道、加大发行质量审核力度及扩大资本市场双向开放等，但目前市场担忧的问题是，直接融资比例提升会不会对二级市场构成冲击。本周监管层主动通过媒体来解释直接融资对市场的影响，因此，从政策上来看，新股发行对中小创的冲击可能也处于阶段性尾声。这也使得一些超跌的成长性股票获得了市场资金的追捧。

而以蓝筹白马为主的价值股也到了阶段性的尾声。所以，短期来看，上半年的明星股，包括漂亮 50 和上证 50 为主的大盘指数进一步上涨的空间并不大。一方面，漂亮 50 估值已经没有明显的优势。漂亮 50 市盈率中位数高于 25 倍，价值投资缺少了安全边际。除了银行股市盈率仍在 10 倍以下，其他板块均已在 10 倍以上。另一方面，市场踏空资金不会高位接盘价值蓝筹，更优的选择是低位布局超跌成长股，这也是最近两天中小创成长股龙头受到资金追捧的原因。

所以，我们预计 7 月底、8 月初中小创成长股和部分中报业绩超预期的超跌股会出现持续反弹，但持续时间不会太长。创业板指数估值虽然比纳斯达克指数估值相差不大，均在 30 多倍，但从投资角度而言，仍有估值溢价，即安全边际并不够高。所以，与其说是创业板指数接近纳斯达克指数的估值，估值不高，不如说纳斯达克泡沫已经形成，所以，将纳斯达克指数作为成长股的参照物并不合理，应该从业绩增速的角度来分析，创业板 36 倍的市盈率到底高不高？其实，扣除少数创业板的权重股，目前创业板指数市盈率中位数仍在 50 倍以上，这或是创业板仍不安全的主因。更要考虑到直接融资与新股发行常态化最终会对中小创大部分非龙头股构成供给替代效应，因此，大部分小盘股的估值仍有进一步下调的空间。

而对中小投资者而言，目前阶段仍需要控制仓位，等待 8 月跌出来的机会。只有价格绝对便宜，才是投资小盘股最大的安全边际。



8 月市场的机会与风险

众所周知，以 2015 年的数据来看，中国金融业增加值占比达到 8.39%，处于历史最高水平；同时，近十年这一指标也不断超越大多数发达经济体。2008 年超越日本和意大利，达到 5.73%，2015 年超越美国 and 英国。因此，静态的看，与 G7 国家水平相比，当前我国金融业占比高于大多数发达国家。即使从历史的角度比较，比如按照购买力平价理论或者汇率对价来衡量，中国目前仍属于中等收入国家，这一阶段的发展水平相当于欧美日等发达国家上世纪 70 年代中后期到 80 年代中期的水平，相当于韩国 90 年代中期的发展水平，在上述阶段，美国金融业增加值占比平均为 5.59%，欧洲发达国家在 4%-5%，日本也在 5.7% 左右，而中国在 2005-2015 年期间金融增加值占比普遍在 6.21%，高于上述发达国家。

而经济界对中国金融增加值占比过高的原因分析主要归结为以下几点：

- 1、银行业利润率过高，银行业的仍有待进一步扩大市场化。
- 2、间接融资占比过大反映金融发展结构不均衡。
- 3、实体经济获取金融服务的成本过高。
- 4、金融业效率较低导致融资难问题仍然存在。

金融业增加值占比过高显示金融过度繁荣的信号较为强烈，对金融系统性风险的重视已经成为核心领导层的经济决策重点。用来形容已经预计到的系统性风险——“灰犀牛”，这个名词也成为了最近政经界较为关注的话题。

解决金融增加值占比，尤其是银行利润占比过高的局面，最直接的做法就是建立多层次资本市场，提高直接融资比重，坚持市场化改革。因此，资本市场大有可为。

在 19 大召开前夕，各种迹象表明，下半年证券市场改革的方向似乎已经确立，包括拓展资金入市渠道、加大发行质量审核力度及扩大资本市场双向开放等，但目前市场担忧的问题是，直接融资比例提升不会对二级市场构成冲击。本周监管层主动通过媒体来解释直接融资对市场的影响，因此，从政策上来看，新股发行对中小创的冲击可能也处于阶段性尾声。这也使得一些超跌的成长性股票获得了市场资金的追捧。

而以蓝筹白马为主的价值股也到了阶段性的尾声。所以，短期来看，上半年的明星股，包括漂亮 50 和上证 50 为主的大盘指数进一步上涨的空间并不大。一方面，漂亮 50 估值已经没有明显的优势。漂亮 50 市盈率中位数高于 25 倍，价值投资缺少了安全边际。除了银行股市盈率仍在 10 倍以下，其他板块均已在 10 倍以上。另一方面，市场踏空资金不会高位接盘价值蓝筹，更优的选择是低位布局超跌成长股，这也是最近两天中小创成长股龙头受到资金追捧的原因。

所以，我们预计 7 月底、8 月初中小创成长股和部分中报业绩超预期的超跌股会出现持续反弹，但持续时间不会太长。创业板指数估值虽然比纳斯达克指数估值相差不大，均在 30 多倍，但从投资角度而言，仍有估值溢价，即安全边际并不够高。所以，与其说是创业板指数接近纳斯达克指数的估值，估值不高，不如说纳斯达克泡沫已经形成，所以，将纳斯达克指数作为成长股的参照物并不合理，应该从业绩增速的角度来分析，创业板 36 倍的市盈率到底高不高？其实，扣除少数创业板的权重股，目前创业板指数市盈率中位数仍在 50 倍以上，这或是创业板仍不安全的主因。更要考虑到直接融资与新股发行常态化最终会对中小创大部分非龙头股构成供给替代效应，因此，大部分小盘股的估值仍有进一步下调的空间。

而对中小投资者而言，目前阶段仍需要控制仓位，等待 8 月跌出来的机会。只有价格绝对便宜，才是投资小盘股最大的安全边际。



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。

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：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