

2017年07月31日

銷售部 - 投資策略

宏觀點評

風格會逆轉嗎？

核心結論：①近十年冰火兩重天的風格裂變出現過3次，13年1月-14年2月、14年11-12月、16年8月至今，決定風格的核心變數是盈利趨勢和投資者結構。②預計創業板今年利潤同比12%、PE為46倍，匹配度仍不佳。16年1月底來創業板指類似12年初至14年中的上證綜指，震盪築底過程中反彈力度逐漸減弱。③保持多頭思維，堅守價值風格，均衡持有消費白馬、金融、週期中資本品，滬深300盈利和估值匹配度最優。

什麼才是風格的重要變數？（1）三次冰火兩重天的典型風格裂變。我們用上證50/創業板指、中證100/中證1000作為風格對比指標，A股歷史上有多次風格輪換，但一邊漲另一邊跌的冰火兩重天式的風格裂變不太多，有三次非常典型：13年1月-14年2月小盤成長漲、大盤價值跌，14年11-12月大盤價值漲、小盤成長跌，16年8月至今大盤價值漲、小盤成長跌。三次風格裂變中公募基金持倉結構配置也都發生了很大變化。

（2）決定風格的核心變數是盈利趨勢和投資者結構。針對2013年以來三次風格裂變做簡單複盤，盈利趨勢是影響13/01-14/02小票佔優的主要因素，14/11-14/12大盤佔優時，盈利無太大變化，而資金結構中槓桿資金快速擴張，16/08-至今大盤佔優則是盈利趨勢和投資者結構的雙重作用結果。

這次創業板行情有多大？（1）創業板盈利和估值匹配度仍不佳。目前從盈利和估值的匹配角度看，創業板整體及指數估值仍偏高，而且目前並未觀察到盈利增速見底回升的跡象。（2）借鑒歷史，16年1月底來創業板指類似12年初至14年中上證。7月27日週四創業板指大漲3.6%，我們認為源於三個因素共振，一是前期跌幅明顯，二是證金公司出現在昆侖萬維和蘇文科兩家創業板公司十大股東之中，三是國務院印發《強化實施創新驅動發展戰略進一步推進大眾創業萬眾創新深入發展的意見》。創業板指自16年1月底以來經歷了3次反彈，持續時間（反彈幅度）分別為16/02-16/04（27%）、16/05-16/07（16%）、17/01-17/03（11%），這次定性為是第4次反彈，在創業板盈利增速回落趨勢未扭轉情況下，大機會還需要等待。

多頭思維，持有價值。（1）繼續多頭思維，市場整體狀況良好。6月4日以來看多的邏輯未變，我們認為全國金融工作會議內容顯示政策主基調仍是穩中求進、協調監管、防範風險，投資者對監管再次從嚴的擔憂有望緩解，且情緒指標僅位於震盪市中低位，保持多頭思維，不用糾結於空間，跟蹤未來政策面變化以及市場累計漲幅和市場情緒。（2）堅守價值風格，消費白馬、金融、週期中資本品均衡。價值類股票內部，從基本面的盈利估值匹配度、市場面的漲跌幅、公募基金的持倉三個角度分析，目前建議消費白馬、金融、週期龍頭均衡一些。概括而言，滬深300盈利估值匹配度比較優，預測上證50的2017年淨利同比、PE（TTM）為12.9%、11.5倍，滬深300為15.1%、14倍，中小板指為16.3%、33.8倍。此外我們認為上半年市場對國改預期較低，下半年迎來十九大，國改尤其混改有望實現突破。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

金融工程點評

縮量信號再度生效，八月關注績優中小創

上周市場分化明顯，板塊上看，上證 50 指數下跌 0.11%，滬深 300 指數下跌 0.18%，中證 500 指數上漲 1.46%，創業板指上漲 2.60%。我們前一周建議提防 50 回檔風險，同時提示創業板指出現縮量信號，未來上漲概率較大，市場走勢再一次驗證了我們的觀點。站在當下，我們認為上證 50 頭部形態依然明顯，短期建議保持謹慎，觀察下方 20 日均線的支撐力度。同時日曆效應顯示，創業板指八月上漲概率高達 86%，建議關注績優中小創的反彈機會。

從趨勢模型上看，Wind 全 A 指數短期均線和長期均線的距離為 0.65%，相對前一周（0.58%）小幅上升，當前市場處於震盪市，且指數在 20 日均線之上。從量化指標上看，基於滬深 300 指數的流動性衝擊指標相對前一周（0.48）有所上升，一周均值為 1.07，意味著當前市場的流動性高於過去一年平均水準 1.07 倍標準差。上證 50ETF 期權成交量的 PUT-CALL 比率持續上升，上週五為 0.84，高於前一周（0.72），體現出投資者對上證 50ETF 短期走勢謹慎程度的上升。外置效應為 1.36%，市場呈現一定的反轉效應。漲停板封板率全周均值為 62%，賺錢效應與前一周基本持平。

日曆效應上，2005-2016 這 12 年間，上證綜指、滬深 300、中證 500、創業板指在八月份的上漲概率分別為 58%、50%、58%和 86%，漲幅中位數為 0.38%、0.34%、3.79%和 4.38%。創業板指七月大幅下跌後有望在八月迎來修復性反彈。

成交量上，我們建議關注縮量信號。兩市成交量縮小至 3000 億以下大概率迎來反彈。自 2016 年 1 月以來，2016 年 3 月 11 日、2016 年 9 月 30 日、2017 年 1 月 19 日、2017 年 6 月 6 日出現四次階段性縮量，wind 全 A 指數在四次信號出現後 10 個交易日累計漲幅分別為 10.40%、3.01%、3.97%和 3.05%。創業板在 7 月 21 日僅成交 409 億，自 2016 年 1 月以來，僅 2017 年 1 月 26 日和 2 月 3 日兩個交易日成交量低於 409 億，隨後一個月創業板指最高漲幅達到 5.6%。創業板指自本次信號產生以來已上漲 2.60%，仍有上行空間。

事件驅動上，1. 7 月 26 日證監會辦公廳副主任、上交所總經理、中國證券業協會會長及部分證券公司負責人接受採訪，指出“將直接融資與 IPO 畫等號是誤解，直接融資包括了股權融資、債權融資，股權融資中也還包括 IPO 和再融資等”以及“上市公司股權融資規模超過 8000 億元，其中 IPO 只占 1100 億元。IPO 常態化之後，從發行的節奏和規模來看，每批次發行公司數量、募資規模是適當的”。2. 證監會 7 月 28 日核發 9 家 IPO 批文，籌資總金額不超過 43 億元，與前一周基本持平。我們認為 IPO 發行平穩化，疊加相關人士的訪談，在一定程度上緩解了市場的擔憂。

技術分析上，上證綜指日線級別向上的一筆仍在延續中，30 分鐘級別上回檔不入中樞，形成第三類買點，目前同樣處於向上的一筆中，但仍存在背馳壓力。5 分鐘級別上震盪上行，但力度有所減弱。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

行業與主題熱點點評

汽車：汽車股配置風格是否會變？

1. 2017 年以來，A 股藍籌白馬行情持續強勁，市值 500 億元以上的個股總市值年內漲幅 14%；中小創和成長板塊明顯回檔，100 億元市值以下的個股總市值累計下滑 10%。汽車藍籌因估值提升疊加業績增長，上半年漲幅明顯、市場預期過高，預計可能跟隨市場調整；但下半年旺季疊加車型週期，業績有望加速增長，預計估值切換將在年底，隨季度業績確認而發生，短期如快速調整將提供中線配置機遇。

2. 上半年市場風格有效壓制成長股的估值，但我們認為優質個股全年業績的報表確認，將創造估值切換和分化的投資機遇。建議關注零部件龍頭和新能源汽車產業鏈，挖掘 2017 年 PE< 25 倍、且未來兩年業績增速超 30% 的低估值高增長成長股，關注零部件龍頭和新能源汽車領域。① 估值合適、業績確定性強的龍頭公司仍有精緻擴張的結構性機會，建議關注廣東鴻圖、精鍛科技、中鼎股份、繼峰股份等。② 新能源汽車超級週期即將開啟。特斯拉國產化+雙積分制度兩大催化劑均有望年內落地，新能源汽車“高端向上、低端向下”長期格局已形成。看好鋰、鈷、磁材的漲價剛開始；CATL 產業鏈、車身輕量化、核心器件等都將進入長期高增長。建議關注天齊鋰業、贛鋒鋰業、華友鈷業、中科三環、廣東鴻圖、創新股份、先導智慧、得潤電子等優質產業鏈標的。

風險提示：汽車行業景氣度顯著低於預期。雙積分政策落地顯著低於預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。