

白马估值泡沫化，盘面短期风险积聚 ---2017 年第 41 期

(2017 年 10 月 30 日-2017 年 11 月 3 日)

2017 年 11 月 5 日

策略研究/策略周报

投资要点

我们前期提到经济回落、监管趋严、流动性趋紧三大预期将抑制 A 股，并预判 A 股短期进入反复探底的过程。首先，中国官方制造业 PMI 为 51.6，比上月回落 0.8 个百分点，发电以及铁路运输数据均有所回落。在环保高压抑制需求的背景下，10 月以及 11 月经济小幅回落的可能性大幅增加。而近期的会议上，金融监管机构严监管的表态对市场心理产生了一定的压制。此外，在 2017 年全球经济普遍回暖，美联储多次加息，英国央行也开启十年以来第一次加息的外围环境下，我国基准利率与市场利率缺口放大，我们认为央行 11 月货币政策将从中性偏松向中性偏紧过渡。本周两融余额虽再次站上万亿大关，但股指不断下挫创一个月新低也反映出了市场这三点忧虑，资金也在上述三点预期之中不断进入防御性质较强的食品饮料、生物医药、家电板块，白马股整体表现较为坚挺。

但是我们认为以白马股为代表的大市值蓝筹整体已经呈现出估值泡沫化的趋势，无论是市盈率、市净率对比来看都已变得不再“便宜”。业绩方面，我们通过对四大行三季报进行分析发现，四大行吸储增速今年 1 季度开始连续回落，四季度消费板块整体业绩低于预期的可能性有所增加，报表修复的幅度与动力远没有前期想象的乐观。而从交易热度指标来看，无论是抱团白马还是拥抱消费，其交易热度都已经处在历史的绝对高位。因此我们也建议投资者规避目前业绩增速无法支撑高估值的消费白马，控制仓位，等待市场企稳。

我们认为，在当前市场估值水涨船高，高性价比板块难寻的格局中，投资者应注意风险，控制仓位。从估值的角度来投资者可以密切关注周期板块，目前以钢铁为代表的周期板块估值许多个股已回落至 5 倍 PE 区间。另外值得注意的是，高技术制造业、工业战略性新兴产业继续保持这迅猛的增长势头。供给侧既要“破旧”，即在钢铁、煤炭等传统周期性行业中通过去库存、去产能、去杠杆来优化存量资源的配置，更要“立新”，即加大在科技创新、战略新兴产业上、消费升级领域的投入，创造出满足新需求的新供给，有效的、优质的供给，这也是完成我国经济新旧动能的切换、实现经济结构转型升级的攻坚战！**因此，我们建议以中长期视角战略布局中国“新供给”，重点关注政策导向明确、技术驱动强烈或潜在消费需求旺盛的高端装备制造、新能源汽车、人工智能、生态环保、消费升级、医疗健康等领域。**

此外，我们认为苹果产业链有望重回风口，IPHONEX 出货量远超市场此前的预期，建议投资者短期重点关注苹果产业链中估值合理、具有核心技术优势的标的。

策略分析师：麻文宇

SAC NO: S0760516070001

TEL: 010-83496336

Email: mawenyu@sxzq.com

联系人

梁迪柯

Tel: 010-83496302

E-mail: liangdike@sxzq.com

地址：

北京市西城区平安里西大街 28 号中

海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

目 录

一、走势回顾	错误！未定义书签。
二、策略观点	错误！未定义书签。
三、重要消息解读	错误！未定义书签。
四、宏观流动性	5
1. 利率：	5
2. 央行流动性投放：	5
五、资金面跟踪	5
1. 散户入市：新开户环比小升。	5
2. 基金：	6
3. 两融：融资客回暖。	6
4. 外资：	6
5. 产业资本：净减持力度增大。	6
6. IPO：	6

一、走势回顾

本周五，沪深两市延续弱势震荡态势。资源股全线回调，但以半导体为首的电子股表现活跃。回顾一周，盘面热点轮动较快，板块分化时有发生。机构认为，大盘连日来缩量盘整，反映出市场的观望情绪浓厚，建议投资者仍以业绩出发，关注蓝筹和低估值绩优成长股。

沪深两市周五小幅低开后震荡走低。沪指盘中一度回踩 60 日均线。不过，尾盘在金融股拉升下，两市跌幅有所收窄。截至收盘，上证综指报 3371.74 点，下跌 0.34%；深证成指报 11215.19 点，下跌 0.68%；创业板指报 1832.97 点，下跌 0.79%。两市合计成交 4655 亿元，较前一个交易日再度回落。

二、策略观点

我们前期提到经济回落、监管趋严、流动性趋紧三大预期将抑制 A 股，并预判 A 股短期进入反复探底的过程。首先，中国官方制造业 PMI 为 51.6，比上月回落 0.8 个百分点，发电以及铁路运输数据均有所回落。在环保高压抑制需求的背景下，10 月以及 11 月经济小幅回落的可能性大幅增加。而近期的会议上，金融监管机构严监管的表态对市场心理产生了一定的压制。此外，在 2017 年全球经济普遍回暖，美联储多次加息，英国央行也开启十年以来第一次加息的环境下，我国基准利率与市场利率缺口放大，我们认为央行 11 月货币政策将从中性偏松向中性偏紧过渡。本周两融余额虽再次站上万亿大关，但股指不断下挫创一个月新低也反映出了市场这三点忧虑，资金也在上述三点预期之中不断进入防御性质较强的食品饮料、生物医药、家电板块，白马股整体表现较为坚挺。

但是我们认为以白马股为代表的大市值个股整体已经呈现出估值泡沫化的趋势，食品饮料估值已经位于 90% 历史的分位、家用电器板块也已经逼近历史估值 80% 分位，无论是市盈率、市净率对比来看都已变得不再“便宜”。此外，上述板块无论是相比于 16 年市场底部还是 15 年市场顶部都已积聚了不少的涨幅，获利离场的压力较高。业绩方面，我们通过对四大行三季报进行分析发现，四大行吸储增速今年 1 季度开始连续回落，四季度消费板块整体业绩低于预期的可能性有所增加，报表修复的幅度与动力远没有前期想象的乐观。

而交易热度方面，我们在上周《白马战场拥挤，战略看多新供给》一文中曾提到从交易热度指标来看，无论是抱团白马，还是拥抱消费，其交易热度都已经处在历史的绝对高位。从估值、2017 年业绩、以及交易热度三个角度来看，以消费为主的白马股已经出现了泡沫化的明显特质。

我们认为白马板块整体短期剧烈下挫修复估值的可能性较低，市场目前对于白马股四季度业绩的预判依然较为乐观。因此我们认为这些板块大概率将维持横盘整理，等待四季度业绩披露后选择方向。就我们目前从宏观层面的统计来看，上述板块四季度业绩很难超过市场的预期，因此我们也建议投资者规避目前业绩增速无法支撑的高估值个股，控制仓位等待市场企稳。

我们认为在当下市场估值水涨船高，高性价比板块难寻的格局中，投资者应注意风险，控制仓位。从估值的角度来投资者可以密切关注周期板块，目前以钢铁为代表的周期板块估值许多个股已回落至 5 倍 PE 区间，而 2017E 的 PB 也已回落至历史均值附近。我们认为周期板块虽然受然会受到四季度需求回落的影响，但是我们判断供给端收缩幅度将大于需求端，而中游强周期制造业在经历供给侧改革与环保高压之后，市场集中度明显加强，对上下游议价能力进一步增强，四季度业绩难见大幅回落。另外值得注意的是，高技术制造业、工业战略性新兴产业继续保持这迅猛的增长势头。供给侧既要“破旧”，即在钢铁、煤炭等传统周期性行业中通过去库存、去产能、去杠杆来优化存量资源的配置，更要“立新”，即加大在科技创新、战略新兴产业上、消费升级领域的投入，创造出满足新需求的新供给，有效的、优质的供给，这也是完成我国经济新旧动能的切换、实现经济结构转型升级的攻坚战！**因此，我们建议以中长期视角战略布局中国“新供给”，重点关注政策导向明确、技术驱动强烈或潜在消费需求旺盛的高端装备制造、新能源汽车、人工智能、生态环保、消费升级、医疗健康等领域。**

另外，我们认为苹果产业链有望重回风口。继苹果本周发布公告显示销售数据超预期的同时，IPHONEX 于 11 月 3 日上市。从目前的销售情况来看，与预期一致，供给较为紧张，国内多家苹果店出现黄牛加价回收的现象。但是加价幅度并不大，从我们的调研发现 64GB 版本加价价格为 9000 元，比零售店

加价约 600 元，256GB 加价价格为 11000 元，比零售店加价 1500 元，远远低于往年的情况，我们认为这说明本轮苹果前期出货能力明显提升。从目前的出货来看，出货量明显超出预期，此前预定客户在 11 月 3 日基本已经完全取到手机。据了解，富士康目前新开多条产线，一周内单线产量已提升 15 倍，此外 IPHONE7 生产线依然在同时运作备货双 11。我们认为 IPHONEX 生产与销售数据有望远超 IPHONE8 以及市场的预期，建议投资者短期重点关注苹果产业链中估值合理、具有核心技术优势的标的。

四、宏观流动性

1. 利率：

上周五，SHIBOR（隔夜/3 个月）收于 2.58%/4.42%，分别上升-14/3bp；

银行间同业拆借（1 天/7 天）收于 2.63%/2.9%，分别上升-27/-40bp；

银行间质押式回购利率（1 天/7 天）收于 2.51%/2.74%，分别上升-21/-12bp；

AAA+同业存单到期收益率（1 个月/3 个月/6 个月）收于 3.81%/4.55%/4.56%，分别上升-4/15/4bp；

2. 央行流动性投放：

上周，央行通过公开市场操作进行货币净投放量分别为 400, 800, 0, -1400, -900 亿。按逆回购口径计算，上周累计净回笼 1100 亿。上周五央行进行 4040 亿元 MLF 操作，利率为 3.20%，与上期持平。有 2070 亿元 MLF 到期，央行净投放 MLF1970 亿元。资金平稳跨月，跨月后资金比较宽松，央行也会适时回笼资金。

五、资金面跟踪

1. 散户入市：新开户环比增加

中国结算 11 月 2 日发布数据显示，（10 月 23 日-10 月 27 日）一周新增投资者数为 28.06 万，环比增加 2.97%，前值为 27.25 万。

2. 基金：仓位下降

截至上周四（11月2日），全部基金平均仓位为 50.15%，相较 5 个交易日前减少 0.56%；偏股混合型基金平均仓位 74.34%，相较 5 个交易日前减少 1.50%。

3. 两融

截至上周四（11月2日），融资融券余额为 10050 亿元，相较 5 个交易日前增加，前值 9967.88 亿元。

4. 外资

上周，沪股通北向资金每日净流入额为-13.39，-11.47，15.47，8.10，-2.56 亿元，累计净流出 3.86 亿元，深股通北向资金每日净流入额为 1.73，6.32，10.02，7.07，4.47 亿元，累计净流入 29.62 亿元。沪股通和深港通出现分化。其中活跃个股资金净流入排名前五的股票是海能达（5.24 亿），中国国旅（4.79 亿），中国联通（4.64 亿），恒瑞医药（3.88 亿），美的集团（3.69 亿）。

5. 产业资本：继续净减持

上周，重要股东二级市场净减持股份数合计 7758.29 万股，前值为净减持 5245.23 股；净增持力度居前的为神农基因、恒星科技，黄河旋风，净减持力度居前的为二三四五、天马股份、中材国际。

下周开始流通股数合计股 302418.01 万股，前值为 333392.82 万股；限售股解禁规模环比降低。

6. IPO：核发节奏降低

证监会核发 5 家 IPO 批文（54 亿）。



分析师承诺：

本人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分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。