



德 · 助 天 下

延续结构性行情 警惕阶段性风险

德邦基金2017年度第二季度策略



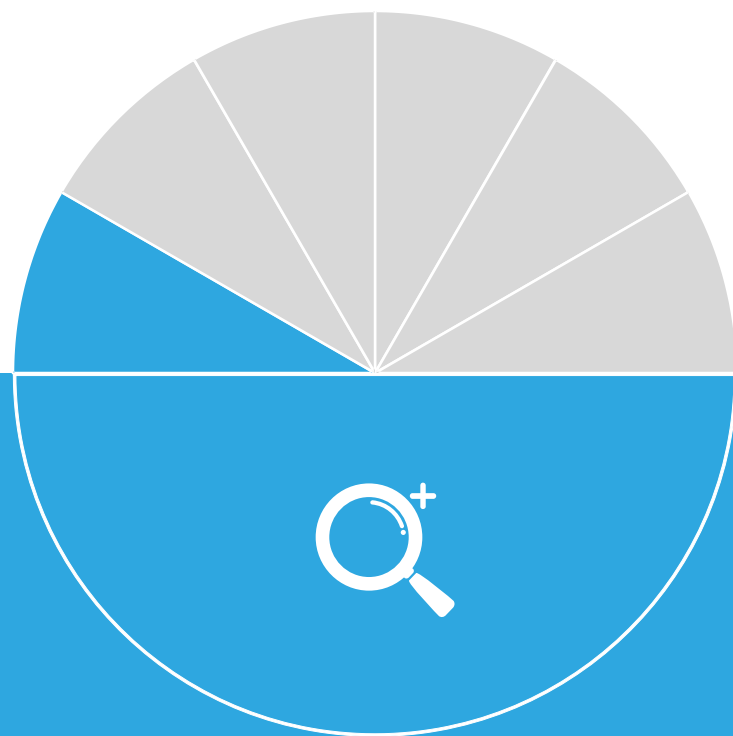
目录页
Contents Page

一、一季度回顾

二、二季度展望

三、基本面分析

四、投资主线

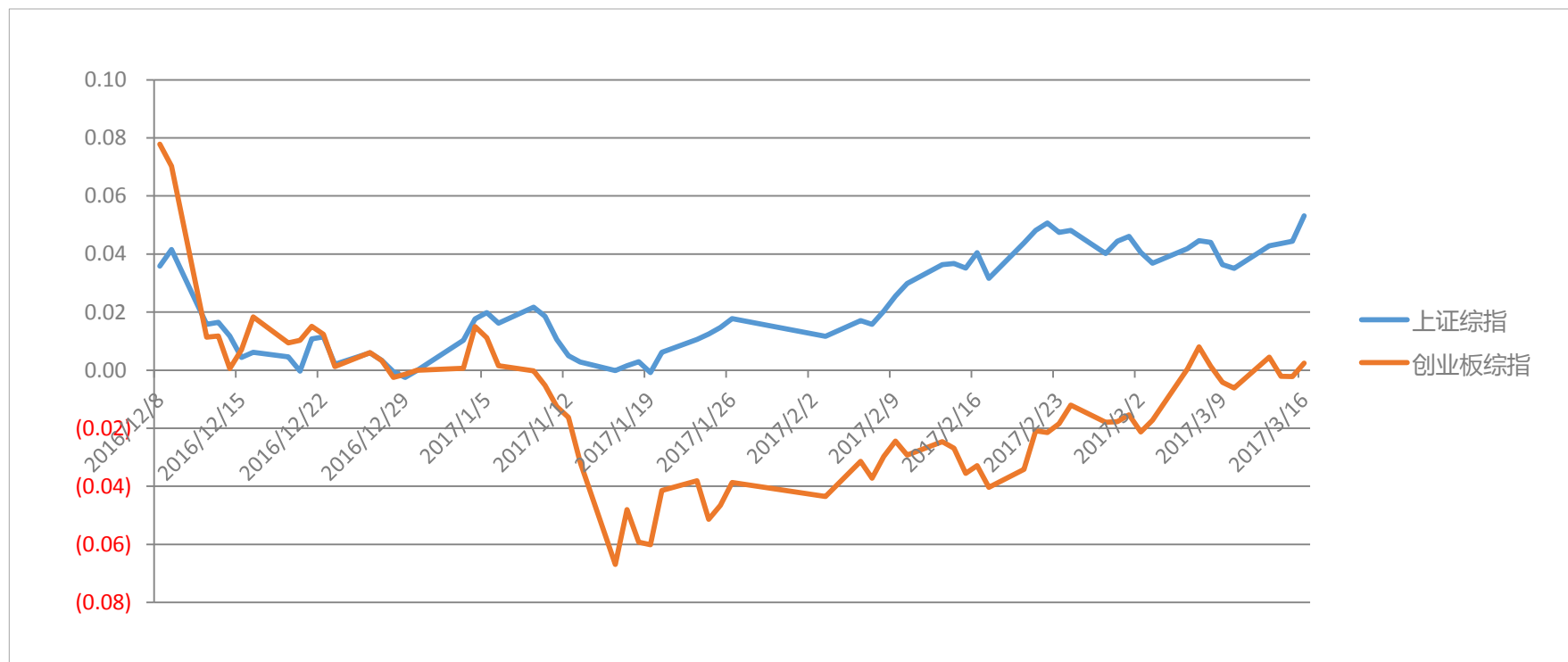


一、一季度回顾

- 截至3月28日，2016年以来各市场指数收益率

创业板综指：-7% 上证综指：5%

- 行情远不及预期，震荡回升到年初水平



数据来源：Wind资讯，统计时间：2016年12月8日至2017年3月28日

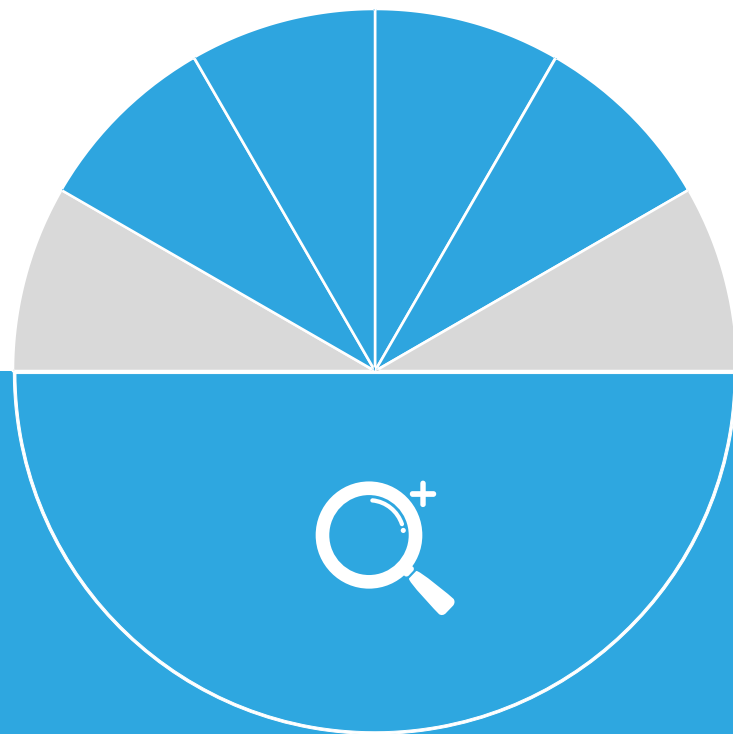
• 第一季度涨幅前5位的三级子行业

序号	指数名称	区间涨跌幅[%]
1	食品饮料	16.16%
2	家用电器	9.37%
3	建筑材料	7.34%
4	建筑装饰	4.5%
5	钢铁	1.61%

• 第一季度跌幅前5位的三级子行业

序号	指数名称	区间涨跌幅[%]
1	传媒	-34%
2	计算机	-30%
3	休闲服务	-20%
4	交通运输	-20%
5	房地产	-15%

数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2017年1月1日至2017年3月28日



二、二季度展望

- 预计全年股市将继续震荡。高点大概率出现在年中，低点大概率出现在年头和年尾。

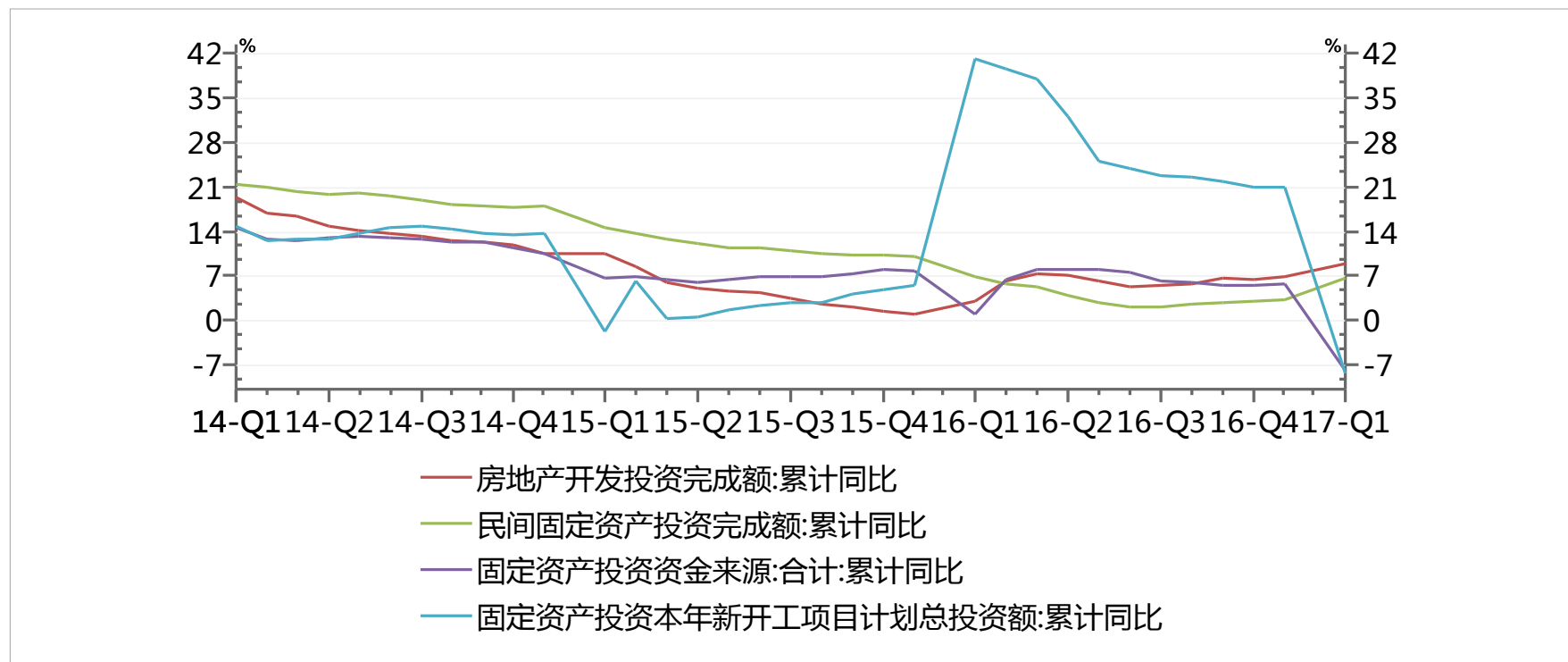
一季度行情完全符合预期：一月中旬在3000点附近出现了第一个重要低点，符合预判。

二季度展望：上证指数会进入相对高位，股价结构性调整加剧，指数上行压力加大。



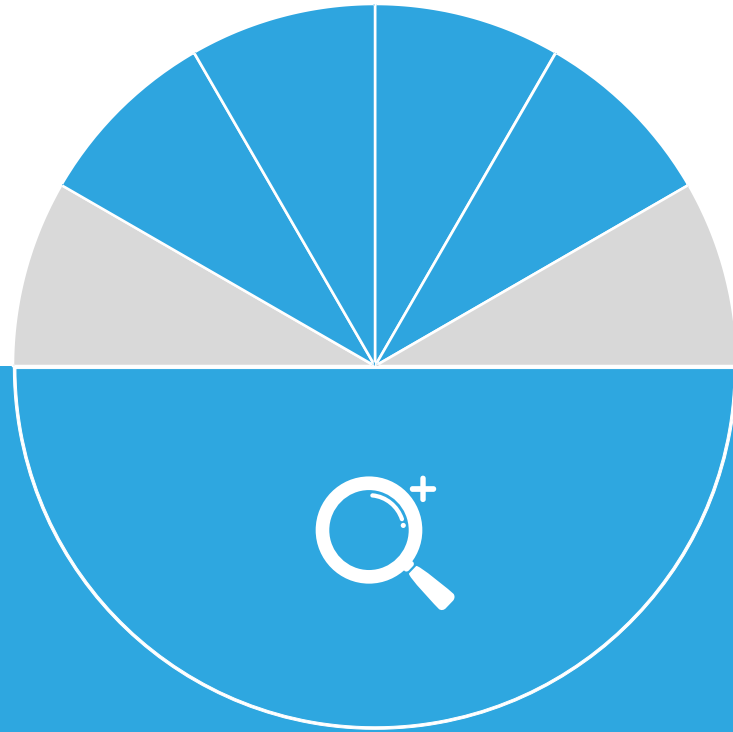
数据来源：Wind资讯，统计时间：2015年9月至2017年3月

- **拉动年初经济回升的主要动力是投资回升：**
房地产投资增长8.9%，比上季末上升2%；
民间投资上升6.7%，比上季末高出3.5%。
- **但是体现未来投资增长潜力的两个指标都出现意外下滑：**
资金来源下降8%；
本年度计划新开工项目下降8.3%。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2014年1季度至2017年1季度

- 一季度经济延续去年四季度势头，有望获得较理性的增速。前两月投资增速8.9%，比去年四季度上涨0.7%，工业增加值增长6.3%，比去年四季度提升0.3%。实体经济好转，并且在以下方面得到改善：
 1. 人民币贬值预期显著缓解，中美严重交恶的风险明显下降；
 2. 投资增速回升，房地产销售旺盛；
 3. 经济回升得到更多数据支持，上市公司盈利回升获得验证；
 4. 中美4月元首会晤。
- 二季度经济增速仍可能在6.8%附近，投资增速回升有很大的惯性，对经济的支撑还比较有力。但是，这种惯性有可能在三季度后失去力度，全年经济将前高后低，下半年可能出现自2009年以来的经济二次探底，2017年全年目标6.5%。



三、基本面分析



· 未来展望：

长周期经济判断

短周期的经济平稳，无法确定是来自于价格上涨还是实质上的需求拉动。在长周期的判断上，仍旧可能需要两到三年的探寻过程。

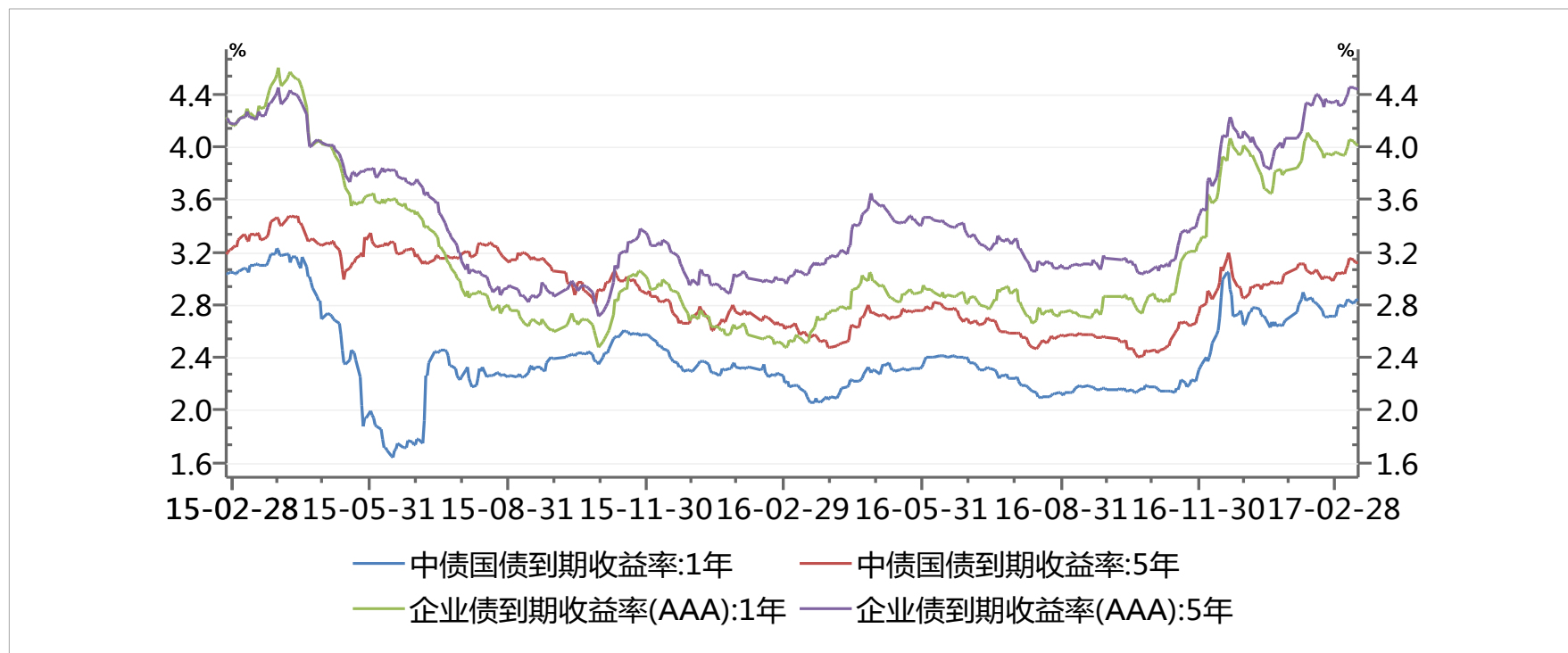
债市波动影响

美联储加息步伐显著加快，联储仅隔三个月再次加息，进入快速上升通道。我国央行两次上调MLF利率，使债市波动加大。虽然升息并不构成熊市基本条件，但会对资本市场构成压力。

股市监管加强

证券市场监管持续趋严，预计将有更多的规范政策出台。新股发行将延续去年以来的节奏，会有密集的新股发行，催生新股行情，但是老股票的估值遭受重压。

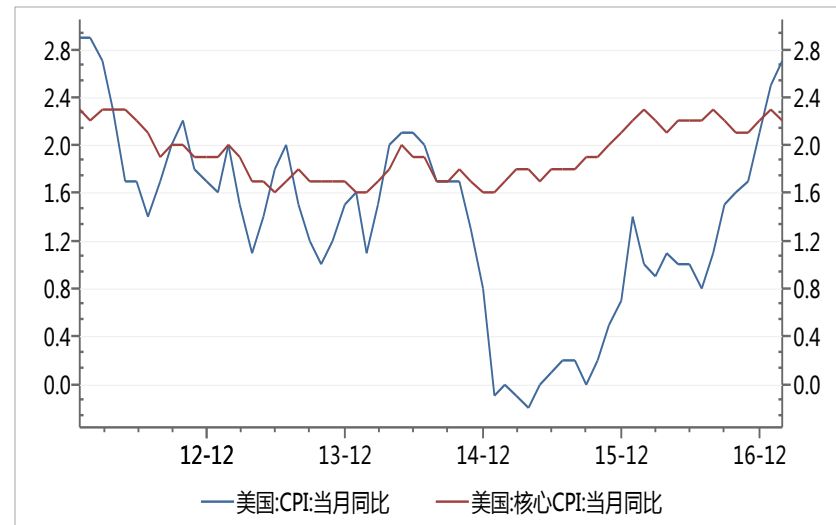
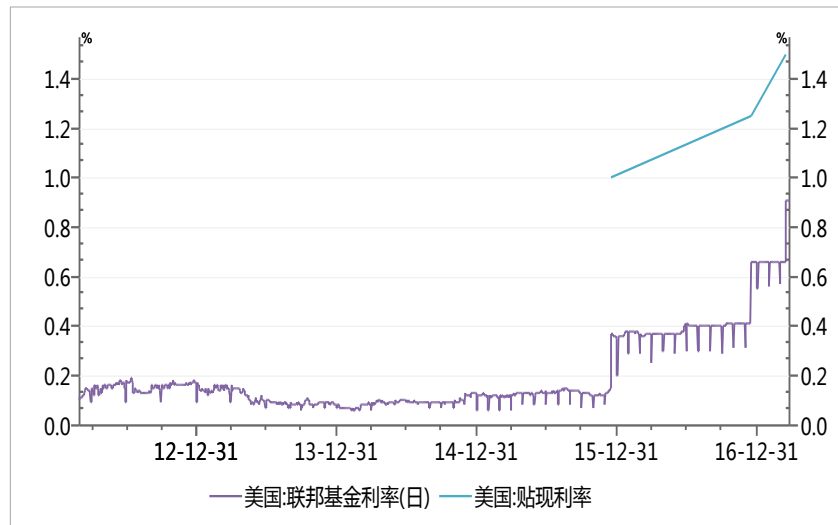
- 自去年12月以来，国内企业债收益率显著上升，企业融资成本随之上升；5年期3A级企债融资成本上升1.3%；5年期中债国债收益率逆转为上行趋势，一改自2014年1月以来的下行趋势。无风险收益出现趋势线逆转，对于调整期的经济和企业会构成压力，股市会反应这种影响。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2015年2月28日至2017年2月28日

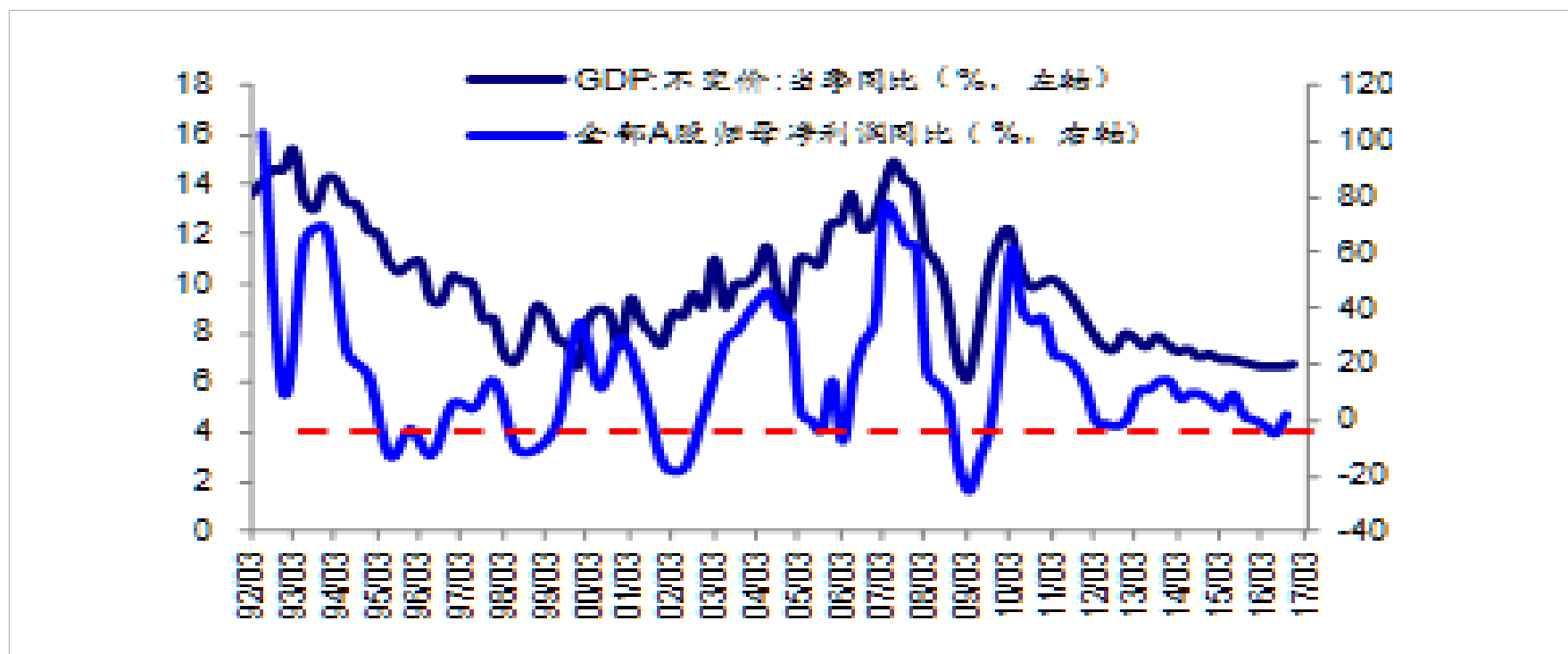
美联储加息步伐显著加快

- 美国进入快速加息通道。美联储继去年12月加息25个基点后，三月再次加息，步伐显著加快。
- 美联储快速加息的主要压力来自通胀快速上升。最新美国通胀率已经上升到2.7%，通胀上升的主要动力是能源等大宗商品价格上升，这股上升力会使未来联储升息的压力继续存在。
- 美联储快速升息无疑对利率造成影响，也是去年底以来国内无风险收益上行的最直接动力。



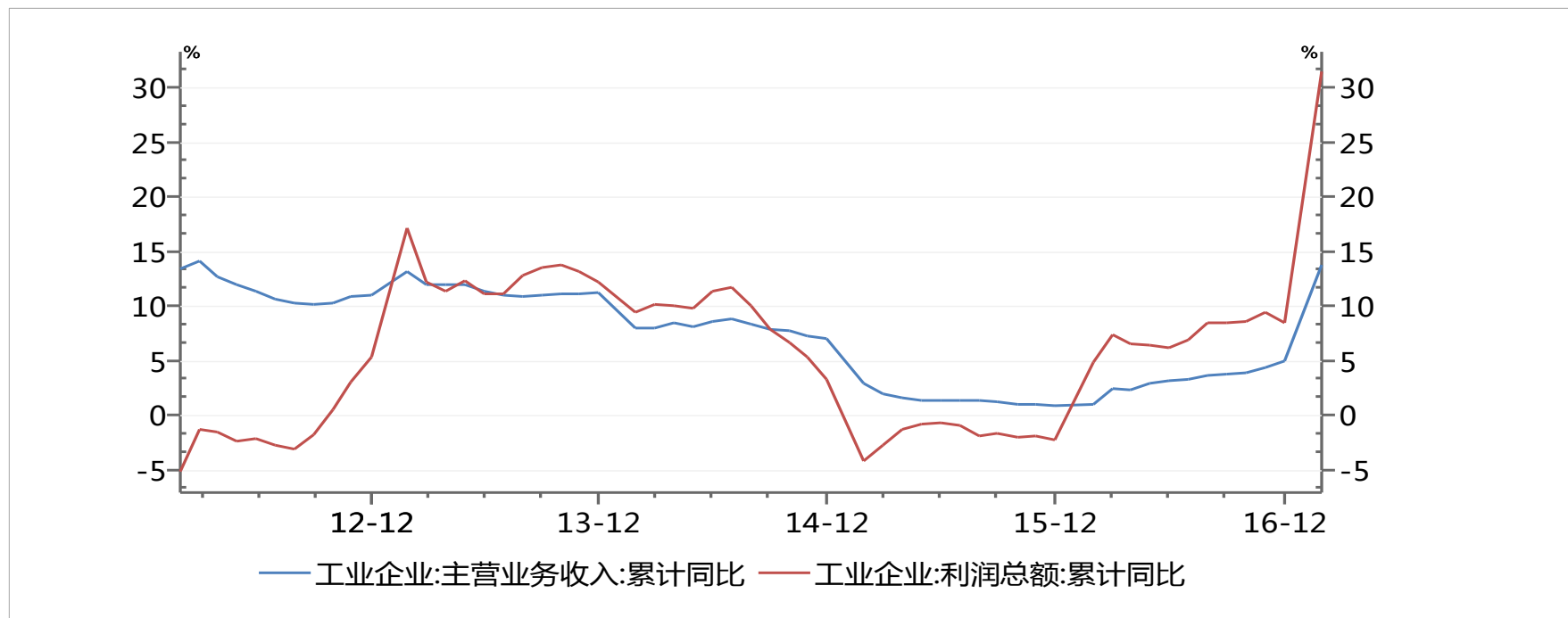
数据来源：Wind资讯，统计时间：2011年12月至2017年3月

- 企业盈利已经回落至历史的底部区域。全部A股ROE，营业收入，归母净利润各指标处于历史的底部区域。
- 全部A股企业盈利迎接向上拐点，16年净利润为3%。基于数据分析，17年净利润可能在8%左右。



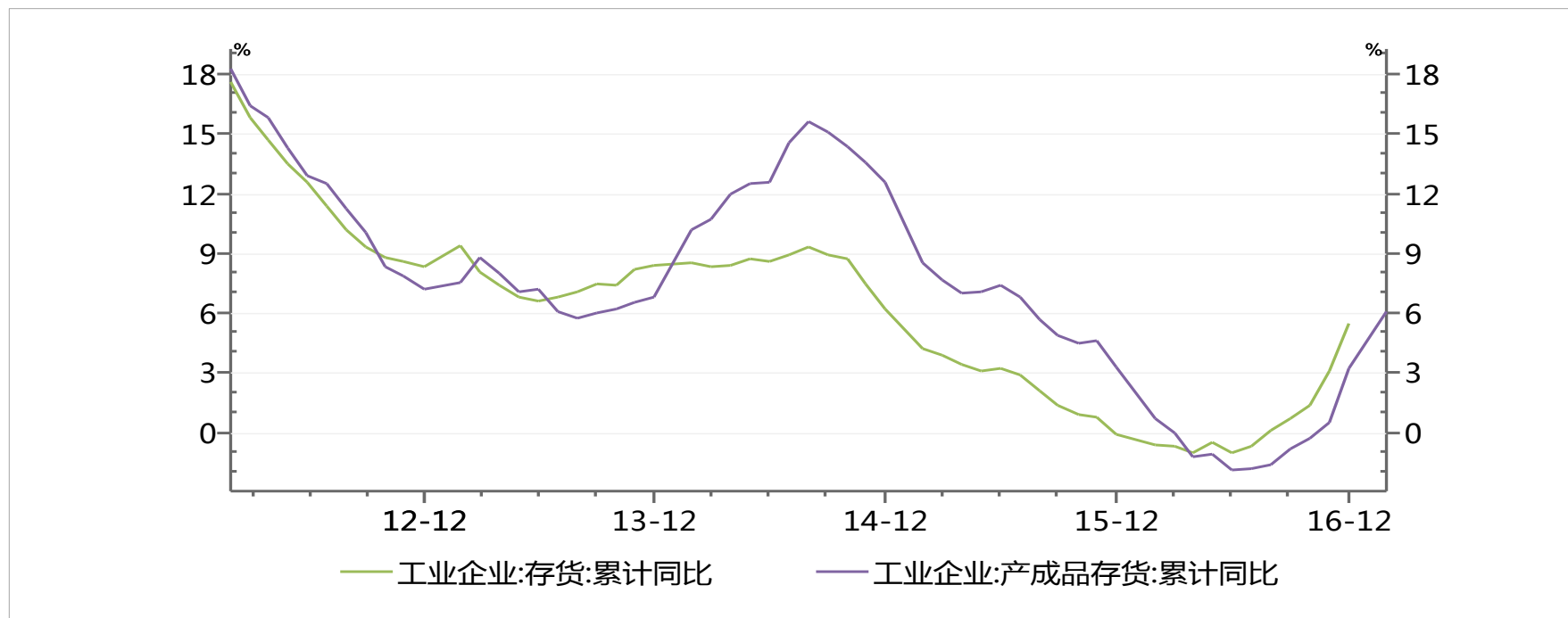
数据来源：Wind资讯，统计时间：1992年3月至2017年3月

- 前二月工业企业收入和利润都出现了跳涨，分别增长13.7%和31.5%。主营业务收入利润率提升，从上年同期的5.2%提升到5.92%。



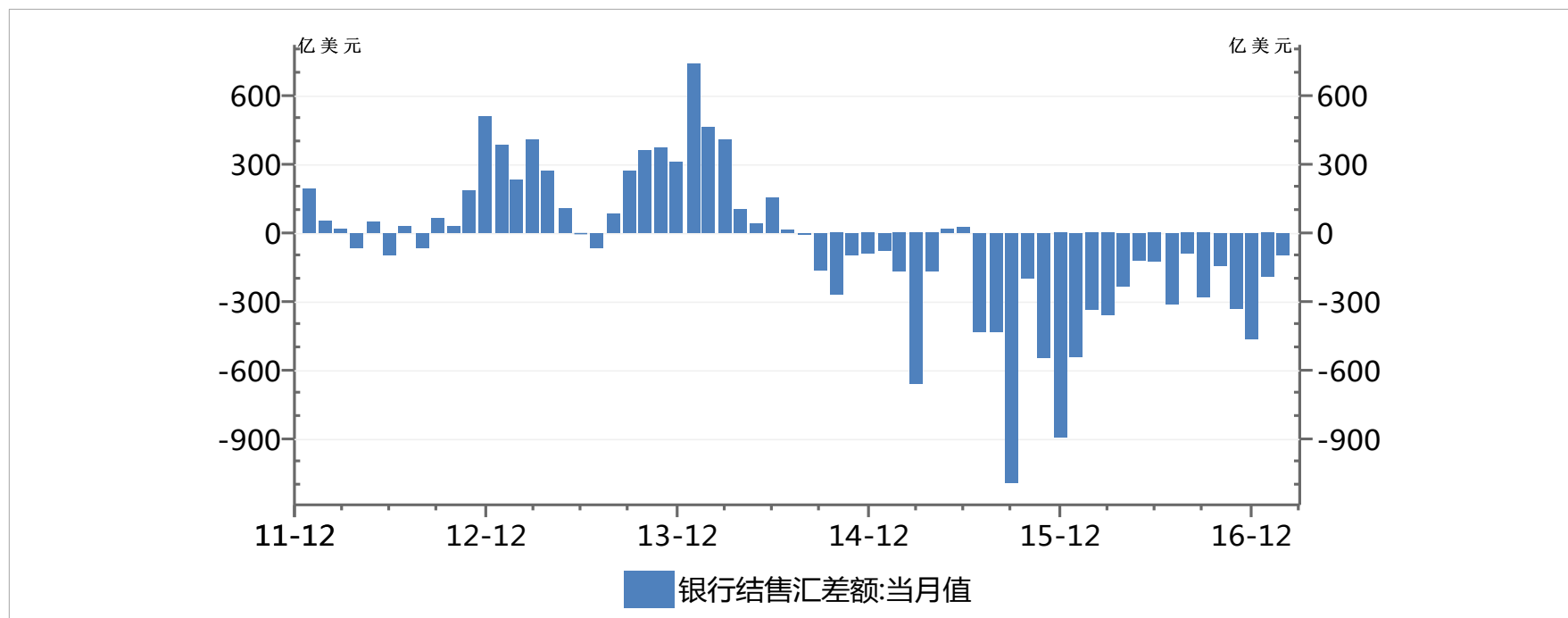
数据来源：Wind资讯，统计时间：2011年12月至2017年3月

- 此轮经济可定义为周期起点在2016年的6月，已经延续了8个月的库存周期。按照库存周期平均36个月预测，周期还处于上半段的上升阶段。库存回升延续。
- 库存周期启动8个月后，原材料存货增速还在6%左右（最新数据是去年12月在5.5%），产成品库存增速还在6.1%（2月末），库存回升力度偏弱。库存周期显著有价格推动型特征。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2011年12月至2017年3月

- 2014年9月以后，银行结售汇持续出现负数，2015年3月，扩大到600亿美元。5个月后启动811汇改，市场迫使人民币贬值。2017年以来，结售汇余额仍维持负值，但单月净流出已经减少到100亿美元。说明人民币虽有贬值压力，但是压力已经缓解。



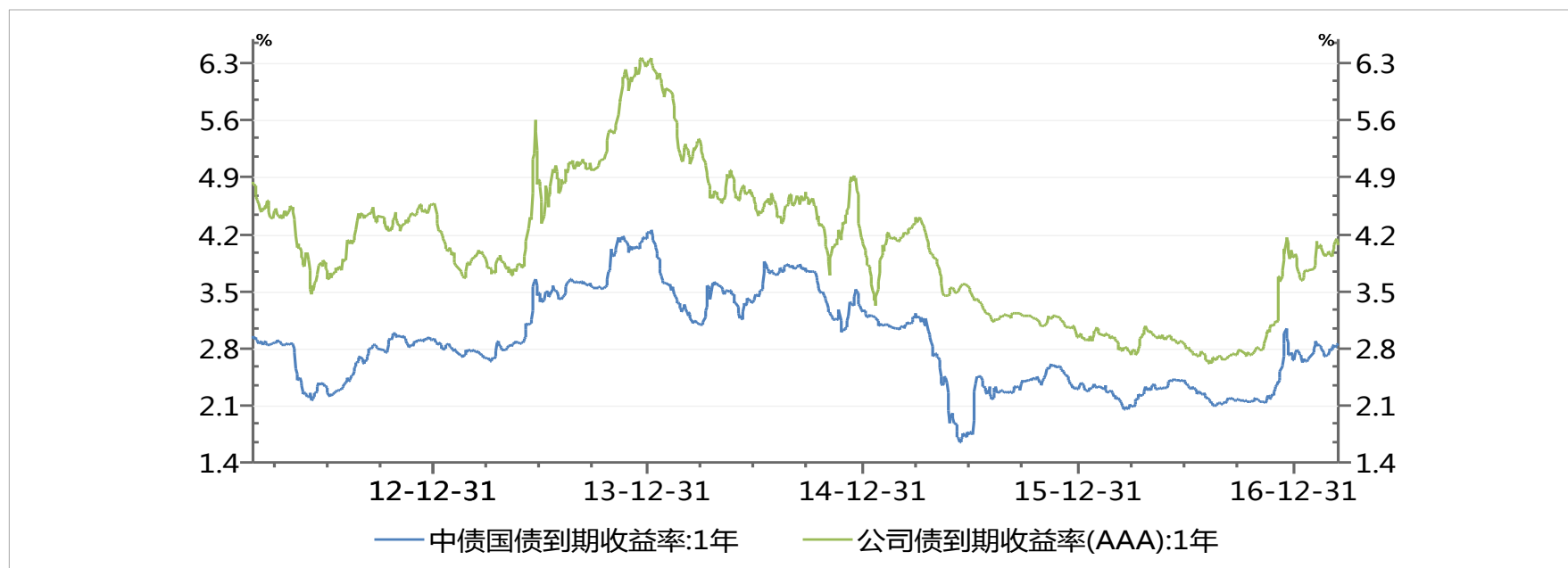
数据来源：Wind资讯，统计时间：2011年12月至2017年3月

- 自2017年1月初碰触103点后，美元指数经历两拨回落，跌至99点附近。在三月加息后，美元指数没有上升势头。美元弱势与升息背离，说明利差并不足以导致美元升值。这种弱势，超出市场预期，说明市场对美国经济的乐观情绪转向谨慎，对美国新政府各种重大政策接连碰壁后，经济议题能否兑现产生怀疑。
- 但是，美元指数失去上升动力，一定程度上缓解了人民币贬值压力。美元不再以强势货币出现，投资者选择货币时更多考虑经济形势。我国经济平稳见底，人民币汇率也可能平稳见底。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2017年3月28日

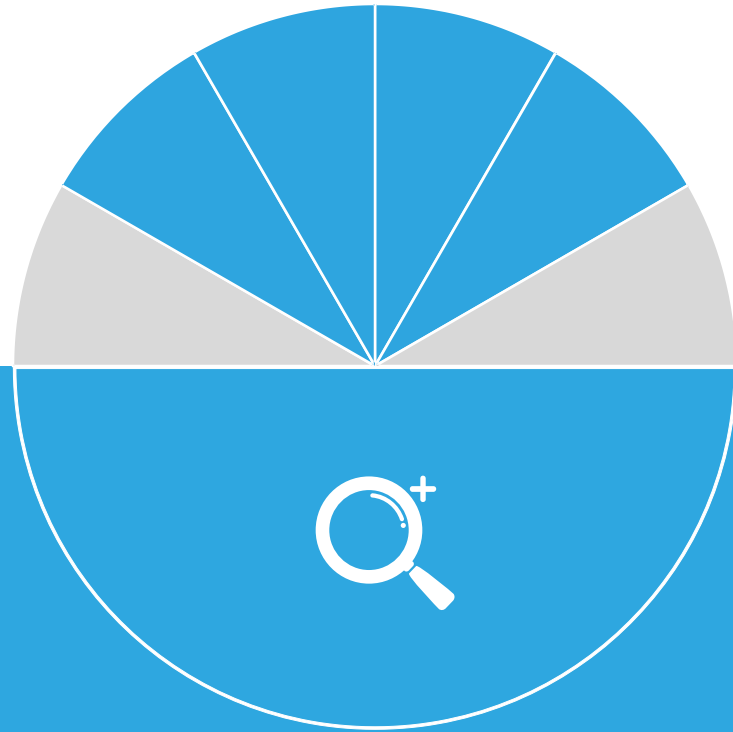
- 基准利率仍是债市的锚：基准利率不动，收益率上涨有顶，下跌有底。
- 收益率上涨的顶是贷款基准利率4.35%加上风险溢价附近
- 收益率下降的底是存款基准利率1.5%加上风险溢价附近



数据来源：Wind资讯，统计时间：2011年12月至2017年3月



- 此轮引导市场利率走高的目的是金融去杠杆，而非提高实体融资成本、防止经济过热。
- 未来基准利率的走向取决于经济是否过热，而过热的最显著指标是物价过快上涨。目前物价指数0.8%显示经济偏冷，未来两三个月经济形势逐渐明朗。是否有提高基准利率的必要，到年中时就会有定论。我们认为经济过热可能性极小。
- 如果基准利率较长期维持不变，债市就稳住了，债市过度下跌将带来投资机会。收益率修正的空间腾出，对于配置资金就有巨大吸引力。
- 如果下半年经济二次探底，资金从流向实体经济转向回流债市，债市需求又将扩展，就类似于去年二季度，出现流动性推动行情，尤其在长端市场上空间更大，出现阶段性小牛市。
- 今年债市的机会可能已经慢慢出来，跟随经济形势明朗化进程，机会逐渐从短端向长端延伸，以期能获得合理收益。



四、投资主线

股市：料延续结构性机会

- 基于以上的分析判断，我们认为17年资本市场具有三条投资主线值得关注：

主线一：受补库存拉动，上游产品涨价带来盈利回升的行业

前两月，水泥、小金属等板块在强周期行业中涨势最大，明显受到补库存和涨价拉动；未来煤炭、化工等行业仍有可能延续类似行情。

主线二：受益于供给侧改革政策的企业

前两月，电信、二线地产等受混改、去库存等利好影响，走出独立行情。未来在大基建、电力等行业也有可能出现类似机会。

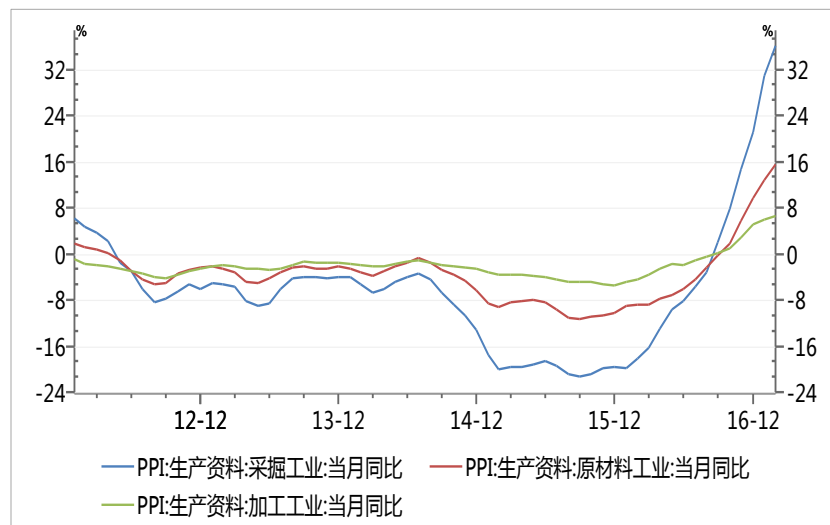
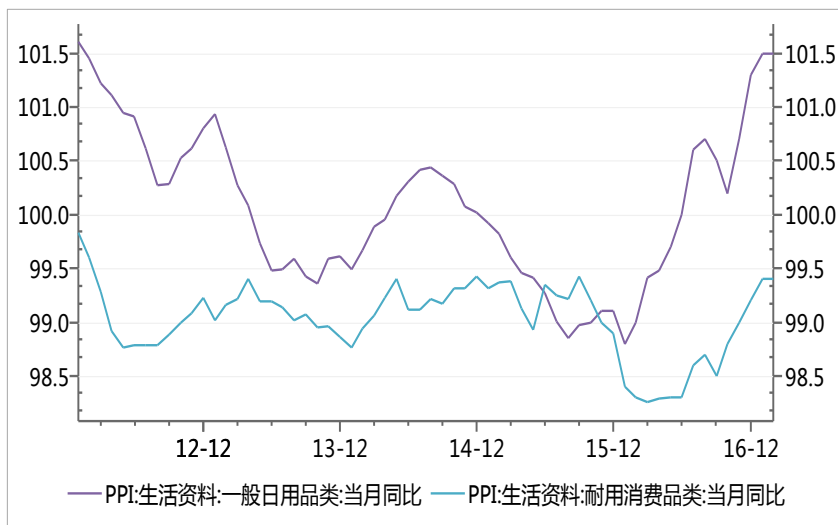
主线三：外部不确定性增大，可关注军工、消费等防御板块

前两月，大消费的酿酒、家电等板块显著上涨，传统的消费板块相对涨幅明显拉大。一月中旬以后，新型消费的电子、信息等行业回升力度增强，防御板块仍是震荡行情的主流板块，这一趋势有望保持。

	净利润累积同比 (%)		
	16年前三季度	2016E	2017E
全部A股	1.9%	3%	8%
A股剔除金融	12.7%	15%	16%
中小板	21.3%	37%	35%
创业板	44.3%	38%	34%
周期	12.9%	14%	15%
金融	-4.5%	-4.1%	3.5%
地产	31.5%	32%	3%
消费	19.9%	20%	22%
科技	29.0%	29%	28%

数据来源：Wind资讯

- 2017年前二月一般生活消费品持续上涨，耐用消费品价格上涨并不明显，但是，耐用消费品今年的销量很大，生产率显著提高，汽车、家电等都有稳定的利润。
- 涨价对于生产资料行业影响巨大，采掘工业涨幅最大，加工工业涨幅最小。涨价幅度从上中下游传导并不顺畅，上游收益最大。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2011年12月至2017年3月

• 机会：

混改力度逐渐增大：电信、石油、石化、铁路、航空、机场、电力等高度国有垄断的重点领域，推行混改的力度逐步加大，龙头公司已经走出行情。央企混改动力大于地方国企。央企有垄断性显著偏高的企业。

整体上市预期增强：国资的证券化率不足30%，证券化率的空间很大，越来越多的国资平台承诺将用已有上市平台实现整体上市，军工、电力等领域资产注入预期逐步提升。地方专业国资平台整体上市的欲望更强，特别是专业化强、规模适度、拥有上市平台的的地方国资集团。

国资改革迎接新进展：二季度将迎来国资改革三周年，国资改革将在一些重点领域提交成果，预计会有一些新进展。重点城市重点跟进，比如深圳、上海等处于改革前沿，需要在国资改革上走在前面，域内上市公司更加收益。

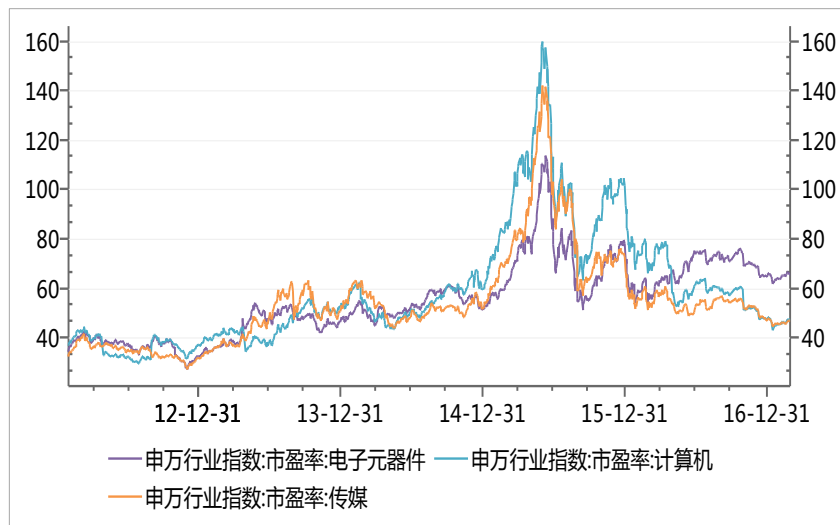
• 风险：

部分龙头公司股价已经翻番，存在一定的估值风险。

• 新型消费未来前景看好

估值基本合理：

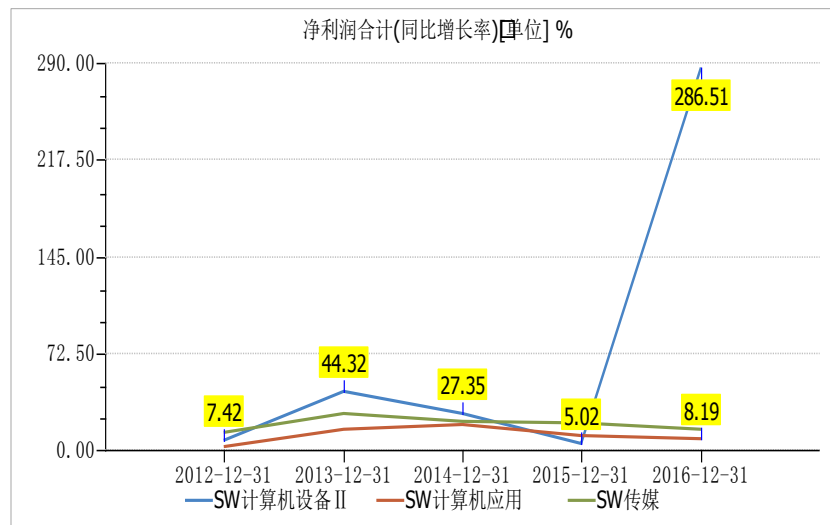
计算机的PE是45倍左右，传媒的PE是45倍左右；
电子的PE是68左右。



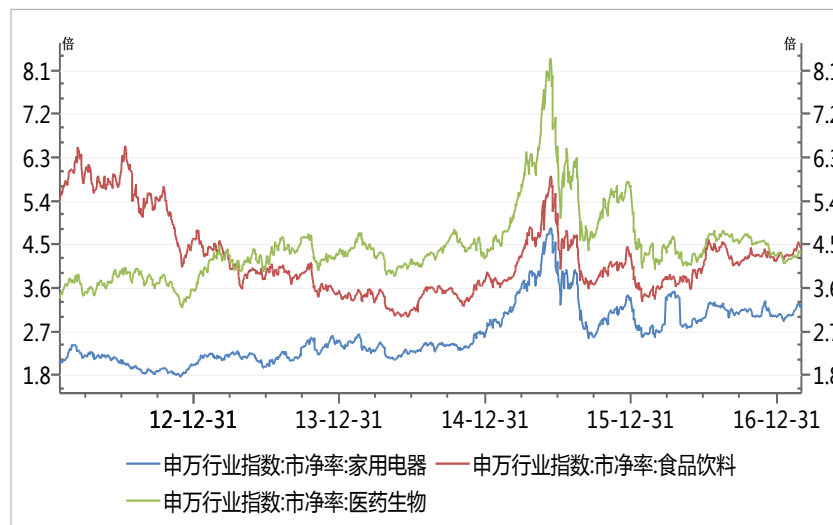
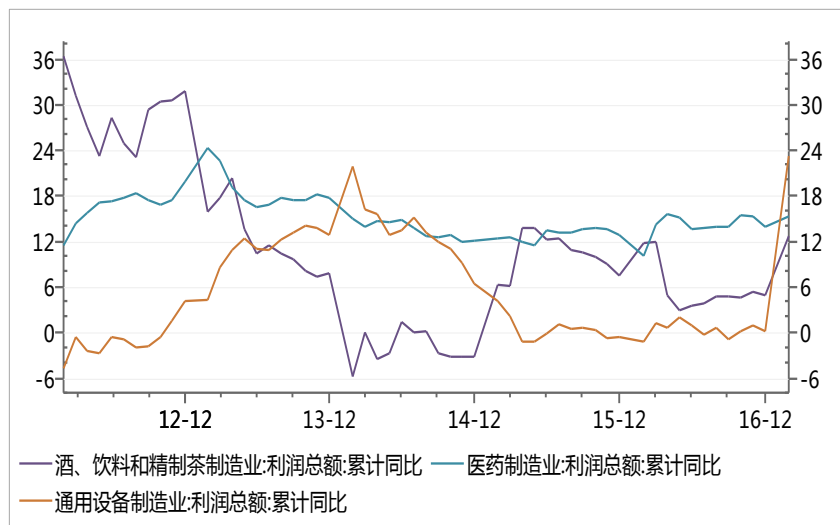
数据来源：Wind资讯，统计时间：2011年12月至2017年3月

净利润：

计算机应用增长8.7%，传媒增长15%；
半导体增长33%，设备则大幅增长。



- 家电、医药、酒类饮料是白马股的聚集板块，利润增长比较稳定，估值长期维持适中水平。
- 传统防御板块在经历去年上半年和今年一季度两轮上涨后，部分龙头的股价也处于历史高位，中线机会不大。二线白马股存在相对估值优势，值得甄选。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2011年12月至2017年3月

谢谢收看

Add:上海市吴淞路218号宝矿国际大厦35楼 (200080)

35/F,BM Tower No.218 Wusong Rd,HongKou District,Shanghai,China (200080)

Tel:(021)26010999 Fax:(021)26010808 www.dbfund.com.cn

免责声明：

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何投资者的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。