

股市盈利修复 下半年维持高配

兴证期货金融研究团队

刘文波

投资咨询资格编号：Z0010856

期货从业资格编号：F0286569

高歆月

期货从业资格编号：F3023194

尚芳

期货从业资格编号：F3013528

联系人：高歆月

gaoxy@xzfutures.com

021-20370976

内容提要

● 行情回顾

2017 年上半年，上证指数整体呈现区间震荡格局，在 3000 点至 3300 点之间波动，截止至 7 月 31 日，上证综指收报 3273.03 点，上涨 169.39 点涨幅 5.46%。深圳成指收报 10505.04 点，上涨 327.91 点涨幅 3.22%。中小板指收报 7054.96 点，上涨 582.73 点涨幅 9.00%。仅创业板指下跌 225.76 点跌幅 11.51%，收报 1736.30 点。纵观 2017 年上半年行情，市场二八分化明显，投资者情绪有所提升，资金出现从追捧上证 50 的蓝筹大盘逐步转向估值及业绩相匹配的二线蓝筹的趋势，强周期股接力蓝筹板块强势领涨。

● 总结展望

整体来看，我们认为下半年股票市场的机会仍集中于主板，有结构性机会，上行机会大于下行风险，建议维持股票类资产高配。从基本面分析，宏观经济整体延续增长态势，市场景气环境持续向好，企业盈利提高。经济 L 型韧性较强，未来下行风险低于市场预期。央行维稳资金面的态度明确，不及上半年预期的收紧趋势，缓解流动性压力，有利于个股盈利预期的修复。估值方面，市场估值的系统性风险已大量释放，市场风险偏好有所上升，主板的投资情绪回暖。业绩密集披露期，盈利修复主导市场，经济基本面好于预期，下行风险减缓，多头思路配置业绩向好股。中长期仍坚持价值投资，建议选择估值与业绩相匹配的股票，继续关注金融及电子、医药等大消费板块。仅供参考。

1. 市场回顾

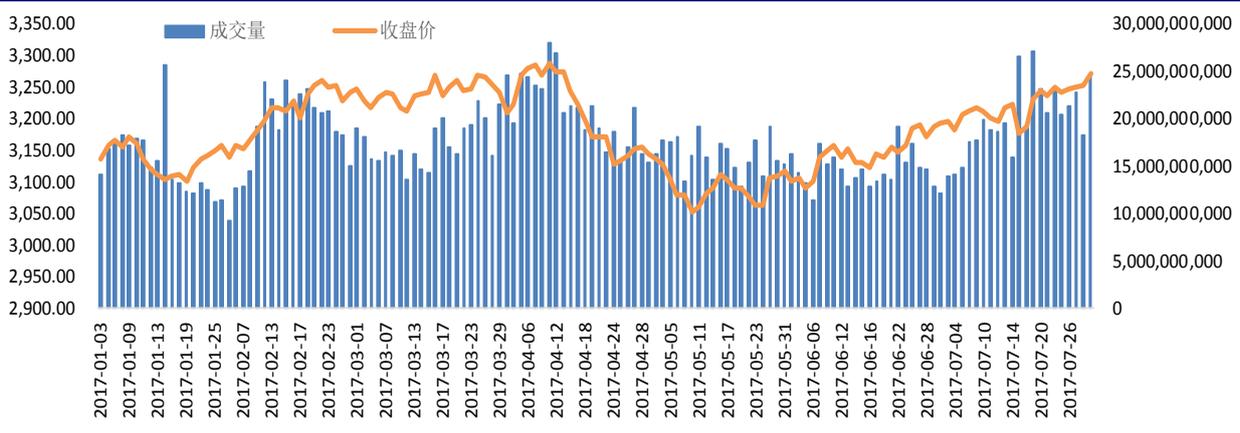
1.1 股指现货回顾

2017年上半年，上证指数整体呈现区间震荡格局，在3000点至3300点之间波动，截止至7月31日，上证综指收报3273.03点，上涨169.39点涨幅5.46%。深圳成指收报10505.04点，上涨327.91点涨幅3.22%。中小板指收报7054.96点，上涨582.73点涨幅9.00%。仅创业板指下跌225.76点跌幅11.51%，收报1736.30点。

三大期指标的指数走势分化较大。沪深300指数上涨12.92%，最终报收3737.87点。上证50指数大涨15.36%，最终收报2638.12点。中证500指数微涨0.55%，最终收报6298.00点。

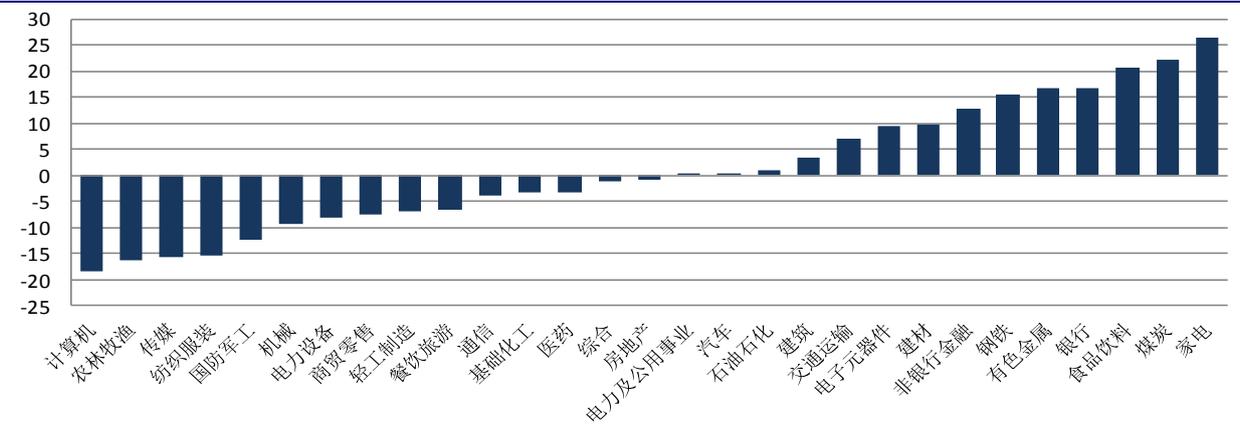
板块方面，家用电器、煤炭、食品饮料、银行领涨，计算机、农林牧渔、传媒、纺织服装领跌。

图1：上证综指价格及成交量



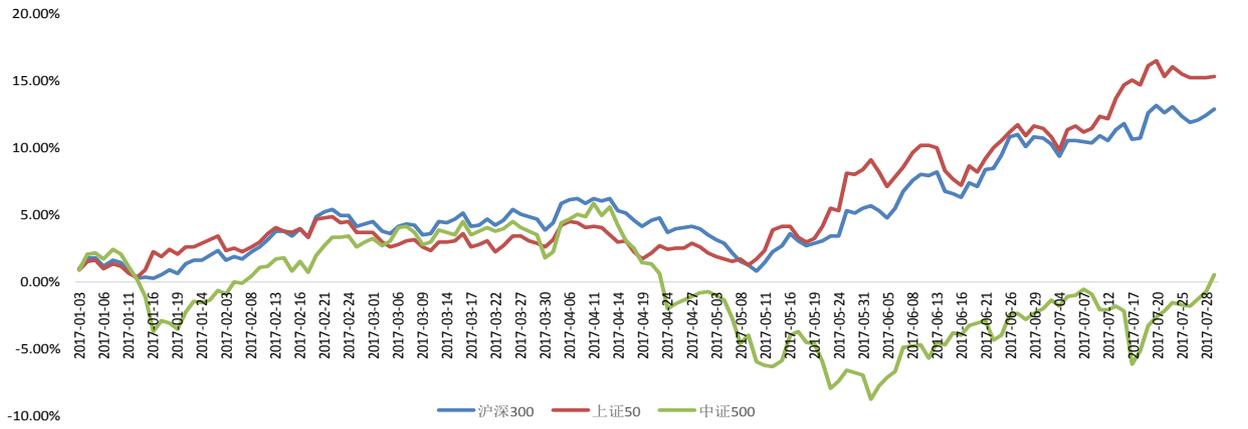
数据来源：兴证期货研发部，WIND

图2：2017年行业涨跌幅



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 3：三大指数年初至今累计涨跌幅



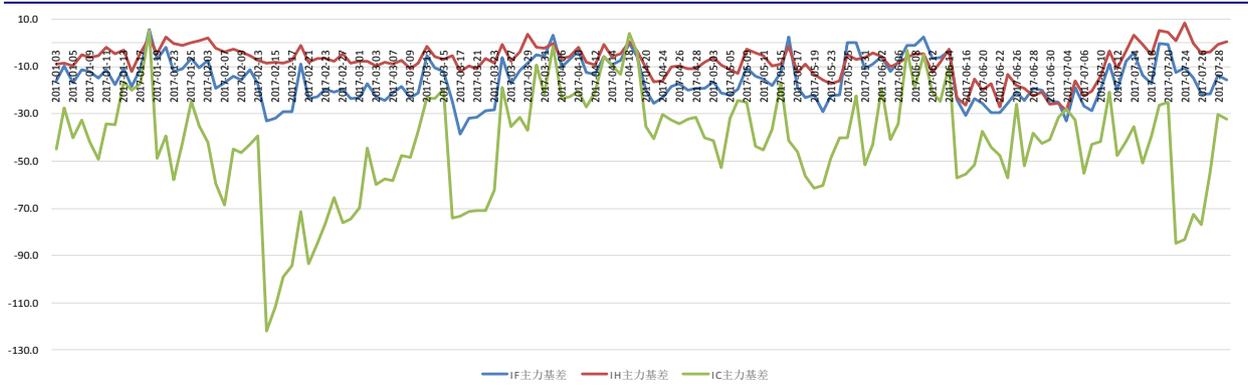
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

1.2 股指期货回顾

股指期货方面，截止到 7 月 31 日，以收盘价计算，IF 当月主力合约 IF1708 至 3722.2 点，较沪深 300 指数贴水 15.7 点；IH 当月主力合约 IH1708 合约至 2638.6 点，较上证 50 指数升水 0.5 点；IC 当月主力合约 IC1708 合约至 6265.6 点，较中证 500 指数贴水 32.4 点。

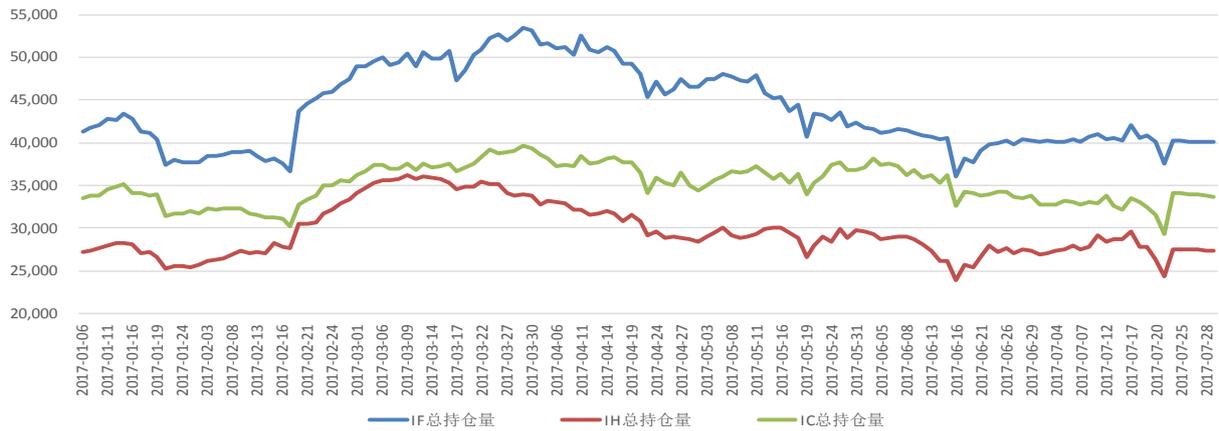
从持仓量来看，股指期货合约在 2 月初步松绑后的两个月内持仓有所增加，后逐渐下降至松绑前的持仓水平。截止到 7 月 31 日，IF 当月主力合约 IF1708 持仓 2.23 万手，IF 合约总持仓 4.01 万手；IH 当月主力合约 IH1708 持仓 1.42 万手，IH 合约总持仓 2.74 万手；IC 当月主力合约 IC1708 持仓 1.89 万手，IC 合约总持仓 3.37 万手。从成交量来看，三大期指中 IH 合约在 7 月的成交量明显提高。截止到 7 月 31 日，2017 年以来 IF 合约日均总成交 1.70 万手，IH 合约日均总成交 9218 手，IC 合约日均总成交 1.38 万手。

图 4：三大期指当月合约价差变化



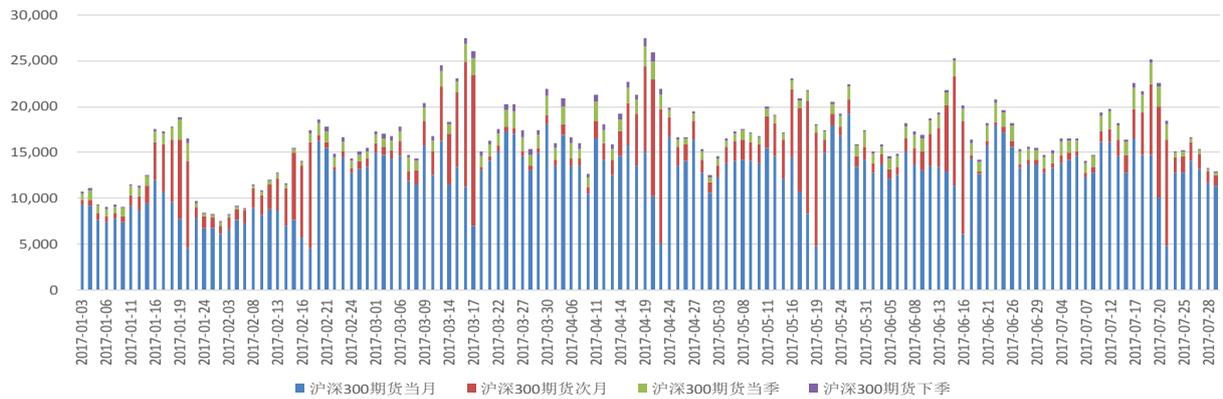
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 5：三大期指合约总持仓情况



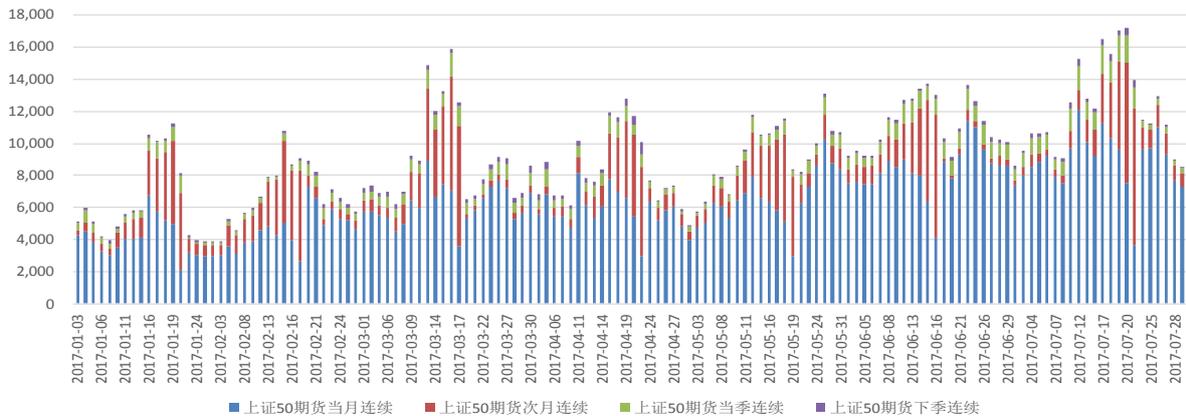
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 6：IF 合约总成交情况



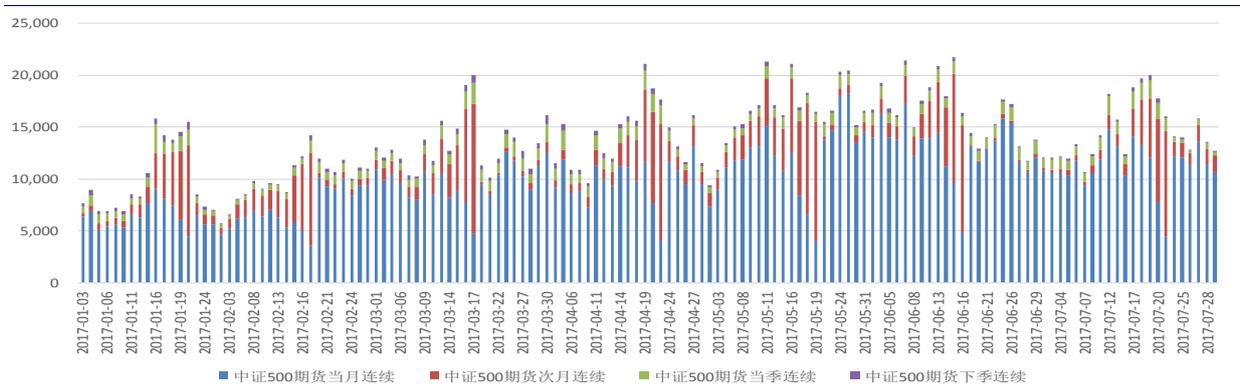
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 7：IH 合约总成交情况



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 8: IC 合约总成交情况



数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 9: 三大期指主力连续合约之间价差情况



数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

2. 市场分析

2.1 宏观经济

从国内经济的宏观层面来看,上半年经济数据整体保持稳中有进,供给侧改革继续表现显著进展,宏观经济运行的稳定性不断增强。

首先,一季度及二季度 GDP 增速均为 6.9%,高于市场预期,是 2015 年第四季度以来的最高值,全国上半年实现经济增长 6.9%,延续了稳中有进、稳中向好的发展态势,其中工业部门的贡献有所上升,未来预计我国经济继续平稳着陆,良好环境支撑股市的基本面。

从经济的三驾马车来看,消费、投资、出口继续平稳回升,市场供求关系持续改善。2017 年 1-6 月全国社会消费品零售总额达到 17.2 万亿元,同比增长 10.4%,较一季度和上年同期分别加快 0.4 和 0.1 个百分点,其中 6 月当月同比增长 11.0%,为 18 个月以来最高增速;2017 年 1-6 月份,全国固定资产投资(不含农户)同比增长 8.6%,增速与 1-5 月份持平,从环比速度看,6 月份比 5 月份增长 0.73%;1-6 月进出口总额增长 19.6%,其中出口增长 15%,出口的稳步增长使得国际收支状况总体向好。经济的三驾马车均呈现稳中向好的表现,虽楼市受限后房

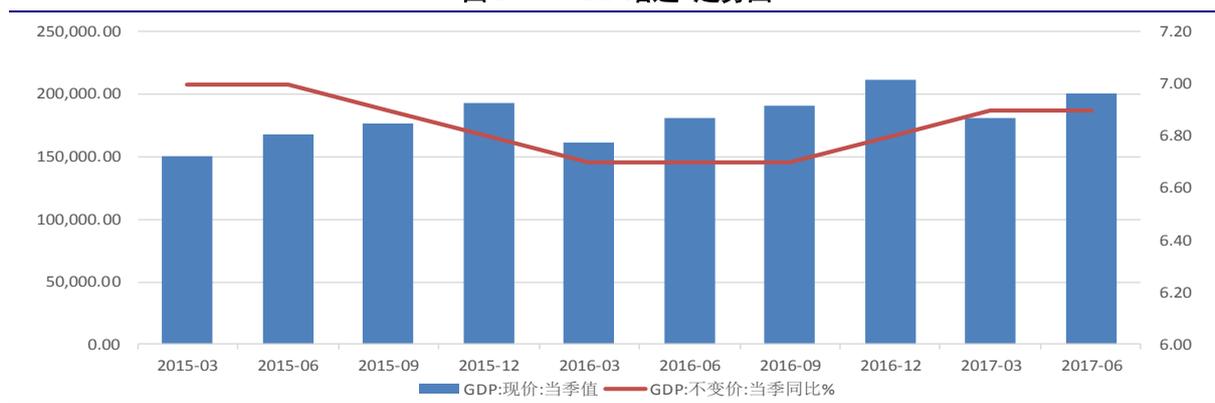
地产销售存在缓中趋降的态势，预计基建及制造业有望对冲房地产下行影响，下行风险平稳趋缓，大概率好于市场预期。

从 PMI 数据来看，宏观经济生产仍处向好区间。至 7 月份的官方制造业 PMI，已连续十个月处于荣枯线上方，而官方非制造业 PMI 上半年延续平稳扩张态势。另外，工业利润延续良好增长态势。1-6 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速比一季度加快 0.1 个百分点，比上年同期加快 0.9 个百分点；全国规模以上工业企业实现利润总额 36337.5 亿元，同比增长 22%，增幅较去年同期高出 13.8 个百分点，受供给侧改革推动，生产销售增长加快，企业盈利能力显著改善。

物价水平方面，上半年 CPI 同比上涨 1.4%，涨幅与一季度持平，核心 CPI 同比涨幅 2.1%，今年物价延续温和平稳的态势。PPI 同比上涨 6.6%，下半年 PPI 同比高位回落的趋势延续，但部分金属、化工等行业出现价格反弹，将使得下半年下行走势趋缓。物价水平既无通货紧缩势头，又不存在通胀压力。

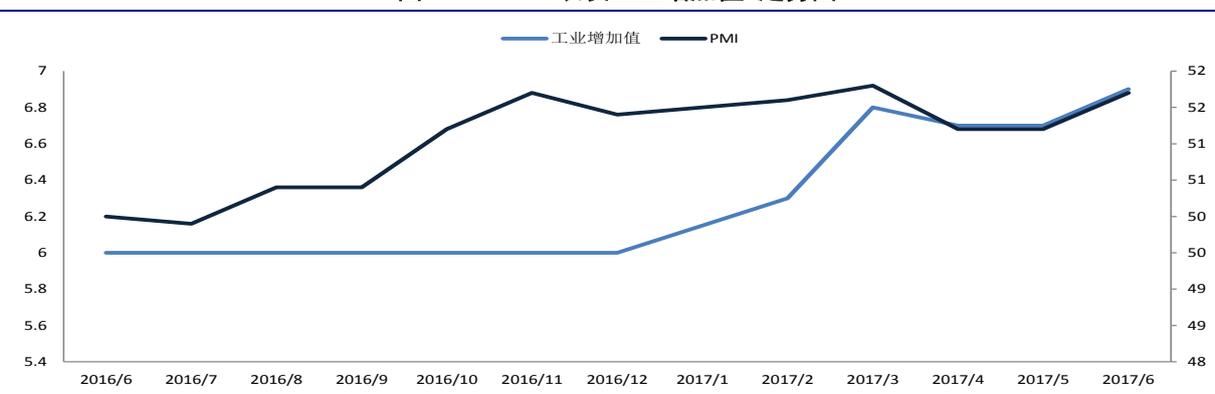
整体来看，数据显示上半年宏观经济整体延续稳中有进的增长态势，供给侧改革效果进一步展现，消费、投资及出口均有所好转，工业经济稳健增长，企业经营效益显著提高。中长期来看宏观经济 L 型韧性较强，未来需要关注企业盈利改善的持续性。短期宏观基本面稳中向好，下行风险低于市场预期，市场估值修复后进入盈利修复模式。

图 10: GDP 增速 走势图



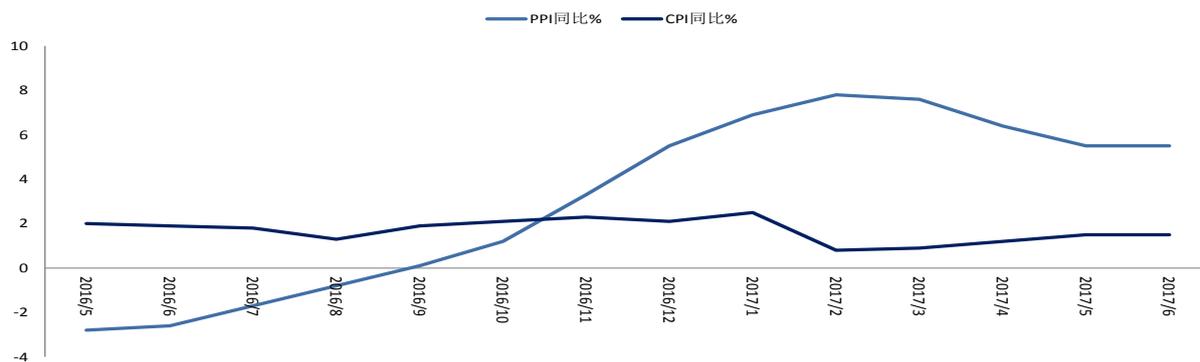
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 11: PMI 以及工业增加值 走势图



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 12: CPI 以及 PPI 走势



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

2.2 企业盈利

中报披露方面，截止 7 月 31 日，沪深两市共有 377 家公司已公布半年报，其中主板（不含中小板）162 家，中小板 176 家，创业板 39 家。具体来看，主板（不含中小板）中共有 162 家企业公布中报，其中 129 家公司的业绩同比保持增长，33 家公司业绩同比下滑。*ST 匹凸、京蓝科技、三峡新材三家公司的业绩同比增速最快，南京高科、吉林森工、岷江水电三家公司的业绩同比下降最快，而滨化股份、三峡新材、吉林化纤三家公司的净利润同比增长最快。中小板中共有 176 家企业公布中报，其中 158 家公司的业绩同比保持增长，18 家公司业绩同比下滑。冠福股份、新光圆成、传化智联三家公司的业绩同比增速最快，黑牛食品、黔源电力、大力科技三家公司的业绩同比下降最快，而超华科技、道明光学、凯美特气三家公司的净利润同比增长最快。创业板中共有 39 家企业公布中报，其中 33 家公司的业绩同比保持增长，6 家公司业绩同比下滑。恒通科技、力源信息、四方达三家公司的业绩同比增速最快，光一科技、东方财富、易世达三家公司的业绩同比下降最快，而力源信息、恒通科技、四方达三家公司的净利润同比增长最快。整体来看，钢铁、煤炭、有色、化工等周期板块业绩表现较好，企业盈利水平明显改善。

业绩预告方面，截止 7 月 31 日，沪深两市共有 2174 家公司已公布半年报，其中主板（不含中小板）644 家，中小板 868 家，创业板 662 家。分行业来看，受益于供给侧改革的推进，供应持续收紧、库存维持下行趋势，加上基础设施建设需求回暖，下游需求企稳推动工业品价格持续反弹，传统行业供求关系大幅改善，上市公司生产回暖趋势较为明显，化工、水泥、煤炭、有色、钢铁等行业上半年盈利显著提升，多家公司业绩大幅向好。

图 13: 中报向好股一览（按净利润同比增速排序）

	证券代码	证券简称	营业收入 (同比增长率)%	净利润 (同比增长率)%	申万行业 一级分类
主板（不含中小板）	601678.SH	滨化股份	48.80	4825.29	化工
	600293.SH	三峡新材	1014.61	4252.14	通信
	000420.SZ	吉林化纤	72.37	1751.29	化工
	600393.SH	粤泰股份	713.88	1632.63	房地产
	600615.SH	丰华股份	-3.01	1162.79	有色金属
	600022.SH	山东钢铁	41.32	1019.37	钢铁
	000711.SZ	京蓝科技	1527.11	875.67	综合
	600586.SH	金晶科技	16.81	729.22	建筑材料
	000983.SZ	西山煤电	58.82	637.77	采掘
	600231.SH	凌钢股份	37.01	608.08	钢铁
中小板	002288.SZ	超华科技	48.40	912.19	电子
	002632.SZ	道明光学	35.61	177.65	化工
	002549.SZ	凯美特气	49.75	167.72	化工
	002427.SZ	尤夫股份	95.36	145.14	化工
	002577.SZ	雷柏科技	12.57	130.66	计算机
	002386.SZ	天原集团	2.67	114.96	化工
	002240.SZ	威华股份	50.88	114.43	轻工制造
	002087.SZ	新野纺织	41.66	102.07	纺织服装
	002139.SZ	拓邦股份	63.05	96.00	电子
	002455.SZ	百川股份	13.10	91.28	化工
创业板	300184.SZ	力源信息	452.12	597.24	电子
	300374.SZ	恒通科技	482.35	537.67	建筑材料
	300179.SZ	四方达	133.52	388.29	机械设备
	300675.SZ	建科院	0.76	245.76	建筑装饰
	300511.SZ	雪榕生物	10.73	212.13	农林牧渔
	300356.SZ	光一科技	-28.32	180.17	电气设备
	300046.SZ	台基股份	65.12	163.16	电子
	300014.SZ	亿纬锂能	63.65	148.29	电子
	300418.SZ	昆仑万维	41.73	118.56	传媒
	300577.SZ	开润股份	46.43	117.75	纺织服装

数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 14：中报预告情况

预告类型	主板（除中小板）		中小板		创业板	
	数量（家）	占比	数量（家）	占比	数量（家）	占比
预增	259	40.22%	241	27.76%	188	28.40%
预减	49	7.61%	46	5.30%	37	5.59%
续盈	7	1.09%	139	16.01%	38	5.74%
续亏	81	12.58%	48	5.53%	19	2.87%
首亏	39	6.06%	26	3.00%	23	3.47%
扭亏	86	13.35%	39	4.49%	17	2.57%
略增	74	11.49%	252	29.03%	234	35.35%
略减	18	2.80%	75	8.64%	104	15.71%
不确定	31	4.81%	2	0.23%	2	0.30%

数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

2.3 资金流动性

资金流动性方面，上半年在去杠杆的背景下，货币政策保持稳健，央行维稳资金面的态度明确，资金面流动性好于前期。

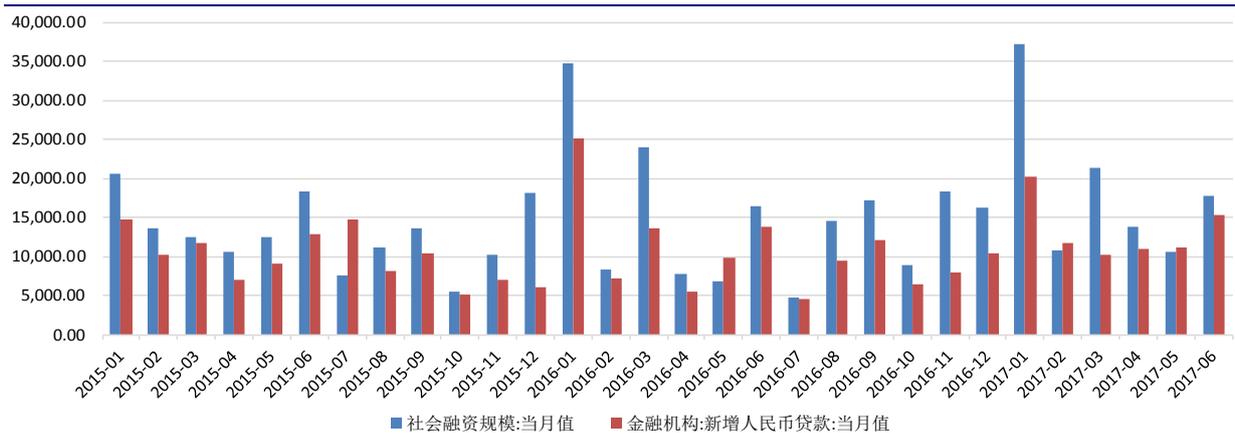
信贷数据高于预期，结构继续优化。上半年金融机构对实体经济发放的本外币贷款为 8.26

万亿元，比上年同期多增 1.15 万亿元。同时，股票融资少于上年同期，上半年非金融企业境内股票融资 4702 亿元，比上年同期少 1321 亿元。上半年社会融资规模增量累计为 11.17 万亿元，比上年同期多 1.36 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 8.21 万亿元，同比多增 7288 亿元，占同期社会融资规模的 73.5%，体现金融机构对实体经济发放的人民币贷款同比多增。货币投放方面，M1 及 M2 增速均继续回落，剪刀差继续缩小，但由于货币政策稳健中性货币以及金融监管的全面加强，预计 M2 增速在未来仍将保持较低水平，大幅反弹可能性较小。

自 6 月下旬起，市场利率从高位回落，好于市场预期，央行通过公开市场操作呵护资金面中性，市场流动性保持平稳，利好股市结构性反弹。同时，7 月的金融工作会议提到，“稳健中性的货币政策”改变为“稳健的货币政策”，并多次强调“降低实体经济融资成本”，显示货币政策不会收紧，减轻估值压力。

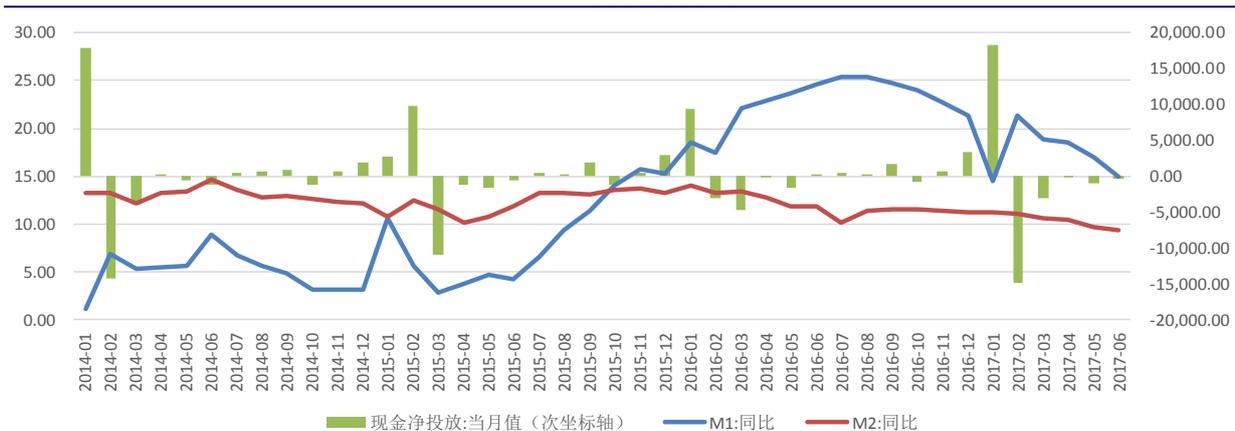
回顾上半年市场，央行维稳资金面的态度明确，人民币汇率近期表现较强，资金面流动性好于前期，助推市场进入盈利修复模式。

图 15: 社会融资和金融机构贷款同比增长



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 16: 货币投放情况



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

2.4 市场估值

从2007年1月4日到2017年7月31日，沪深300指数整体市盈率的均值是18.47，标准差是8.82；市净率均值是2.57，标准差是1.27。目前沪深300指数的整体市盈率是16.41，较上月有小幅上升，低于均值0.23个标准差；整体市净率是1.95，也较上月小幅上升，低于均值0.48个标准差。从风格表现来看，7月大盘股的市盈率有所上升，而中小盘股市盈率也有所反弹，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的2.11倍，估值比小幅回升。

从数据上来看，2015年股灾后市场估值水平直线下降，加上去杠杆去泡沫的监管背景，股市估值逐渐理性修复，至2017年7月31日，上证综指的动态市盈率为16.2倍，深成指动态市盈率为28.9倍，中小板指动态市盈率为34.0倍，而创业板指的市盈率已跌至2014年水平，目前动态市盈率为38.0倍。

目前，三大指数中沪深300的估值水平在14倍左右，上证50的市盈率在11倍左右，保持在理性范围之内，未来在业绩向好的预期下有继续向上修复的机会。而中证500中小创股在2015年牛市阶段的整体动态市盈率曾高至60倍以上，因此股灾冲击后估值水平持续下降，至2017年7月31日，中证500指数的整体动态市盈率已大幅降至34.5。

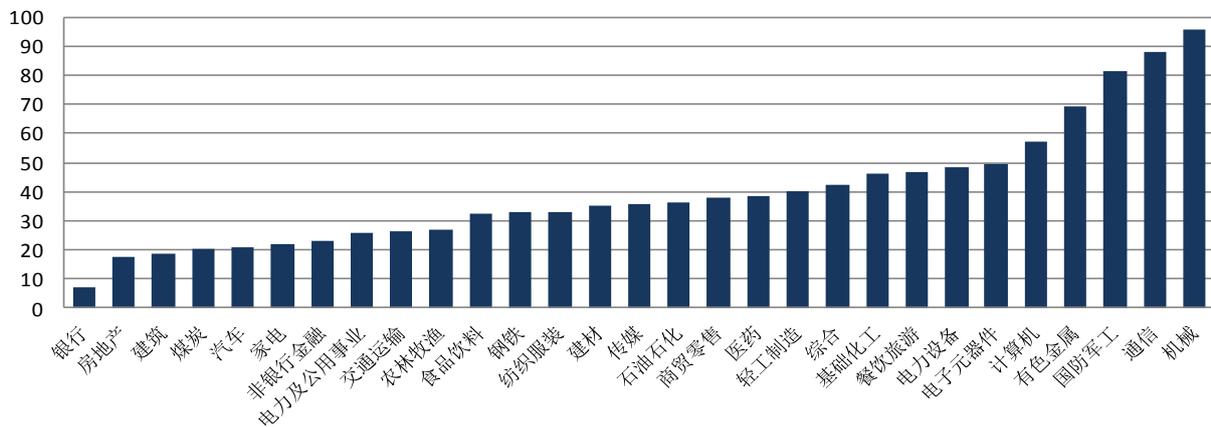
目前股票市场估值的系统性风险已大量释放，股票估值理性修复，宏观经济及企业盈利好转的支撑下，市场风险偏好有所上升，投资情绪也有所回暖，投资风格由估值修复转向盈利修复，股票投资仍以业绩为王。监管层多次强调防风险，因此，资金偏好估值及业绩相匹配的个股，与业绩增长不符的高估值泡沫将被继续打压，而具有业绩支撑的行业龙头股受益于行业集中度提升，盈利能力改善，盈利修复预期下存在更大升值空间。

图 17：三大指数市盈率走势



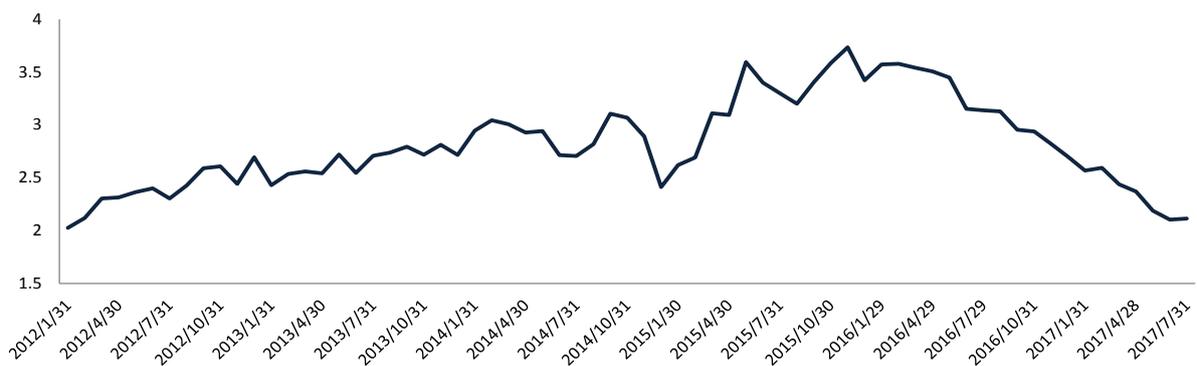
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 18：行业动态估值（2017 年 7 月 31 日）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 19：中小盘与大盘估值比率



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

3. 总结展望

纵观 2017 年上半年行情，上证指数整体呈现区间震荡格局，经济基本面稳中有进为股票市场提供支撑，中报预告业绩向好，投资者情绪有所提升，资金出现从追捧上证 50 的蓝筹大盘逐步转向估值及业绩相匹配的二线蓝筹的趋势，强周期股接力蓝筹板块强势领涨，市场从估值修复转向盈利修复，存在业绩支撑的个股有补涨机会。

整体来看，我们认为下半年股票市场的机会仍集中于主板，有结构性机会，上行机会大于下行风险，建议维持股票类资产高配。

从基本面分析，宏观经济整体延续增长态势，GDP 增速好于市场预期，工业生产持续扩张，供需关系继续改善，市场景气环境持续向好，企业盈利提高，中报业绩明显好转，整体来看，钢铁、煤炭、有色、化工等周期板块业绩表现较好。短期宏观基本面稳中向好，经济 L 型韧性较强，未来下行风险低于市场预期。政策面上，金融工作会议及中央政治局会议陆续召开，继续强调防风险，定调资金面中性，央行维稳资金面的态度明确，不及上半年预期的收紧趋势，

缓解流动性压力，有利于个股盈利预期的修复。估值方面，市场估值的系统性风险已大量释放，市场风险偏好有所上升，主板的投资情绪回暖。

综合来看，目前基本面好于市场预期，下方支撑力度较强，经济基本面平稳及货币政策稳健中性的环境下，热点扩散至估值与业绩相匹配的二线蓝筹及成长龙头股。业绩密集披露期，盈利修复主导市场，经济基本面好于预期，下行风险减缓，多头思路配置业绩向好股。中长期仍坚持价值投资，建议选择估值与业绩相匹配的股票，继续关注金融及电子、医药等大消费板块。

期指方面，目前 IH 近远月合约均现平水，市场对价值股预期继续理性修复，IF 及 IC 合约贴水有望进一步修复，套利方面短线可关注盘中基差相对较大时做窄机会，中长期仍可坚持多 IH/IF 空 IC 的套利机会，坚持看好价值股。另外，由于 IF 及 IC 合约仍处于长期贴水状态，可配置期指替代股票组合，赚取贴水修复的相对收益。仅供参考。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾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收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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损失负任何责任。