



四季度下半场，积极投资者 与稳健投资者的不同选择

策略周报

以史为鉴，积极投资者配置推荐通信、电力、计算机；稳健投资者配置推荐医药、家电、银行。

- **本周市场观点：四季度后半场投资目标将分化为积极和稳健投资。**基于当前已到四季度后半场，投资者已分化为积极投资者和稳健投资者，两种投资者投资目标已演变为积极提升排名和稳健保持排名。积极投资者更倾向于选择可能性收益较大，同时承担一定风险的配置；稳健的更倾向于选择收益稳健，同时风险较小的配置。对11月的市场我们仍延续之前的判断，收获氛围或将更趋浓。
- **建议积极投资者配置：通信、电力设备、计算机。**根据历史四季度下半场的统计，通信、电力设备、计算机三个行业在涨跌幅整体为正的情况下，市场表现具有较大的弹性，同时四季度业绩增速中位数为正的情况下，业绩也具有较大的弹性。对于积极投资者，此种配置有可能在四季度下半场取得较大的收益，同时也需要承担一定的风险。
- **稳健型投资者建议配置：医药、家电、银行。**根据历史四季度下半场的统计，医药、家电行业在涨跌幅整体为正的情况下，市场表现具有良好的稳定性。四季度业绩增速中位数为正的情况下，医药、家电、银行的业绩稳定性较好；银行在四季度下半场的融资余额占比上，具有良好的稳定性。对于稳健投资者，此种配置有可能在四季度下半场中取得相对较为稳定的收益，同时不需要承担太大风险。
- **组合回顾：行业组合和个股组合均强于市场。**上周“老佛爷”行业组合绝对收益为3.80%，强于市场（2.99%）；“老佛爷”个股组合绝对收益3.08%，强于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.32。
- **2017年11月中银国际行业及个股配置。**11月“老佛爷”行业组合，调出计算机(10%)、传媒(10%)、环保(10%)，调入石油石化(20%)、医药(10%)，完整行业分别为：石油石化(20%)、医药(10%)，电子(10%)、餐饮旅游(10%)、通信(20%)、证券(20%)，农业(10%)；11月“老佛爷”个股组合，调出碧水源(10%)、启明星辰(10%)、昆仑万维(10%)，调入中国石化(20%)、康美药业(10%)。完整个股分别为：中国石化(20%)、康美药业(10%)、歌尔股份(10%)、星网锐捷(10%)、首旅酒店(10%)、科大讯飞(10%)、中信证券(10%)、海通证券(10%)、中粮生化(10%)。

本周市场观点：四季度后半场投资目标将分化为积极和稳健

在当前时点机构投资者因为相对排名的不同，投资目标将会不同，会分化为积极投资者和稳健投资者，这两类投资者会分别采用积极/稳健的投资配置。在同投资者前一段时期的交流中，我们发现机构投资者由于当前排名所处的不同位置，投资目标也发生了分化。我们这里定义11月中旬到12月底为四季度下半场。在四季度下半场，排名靠后的投资者，我们称之为积极投资者，不太可能去选择历史上四季度下半场收益波动较小的行业，因为对于改变排名的作用不大。积极投资者更容易选择历史上四季度下半场收益波动较大的行业，从而可能获得较大收益改变排名，与此同时也需要承担收益波动的风险；排名靠前的机构投资者，我们称之为稳健投资者，为了保持靠前的排名，更倾向投资历史上四季度下半场收益波动不太大的行业，同时也不用承担太大波动的风险。

今年四季度上半场（10月初至11月中旬）的市场预期和实际表现基本一致。市场对四季度上半场的预期是红十月，且有十九大的维稳预期，整体预期偏保守，市场波动应该不大。今年四季度十月初至今表现最好的三个行业是食品饮料、家电、电子元器件与之前预期基本一致。

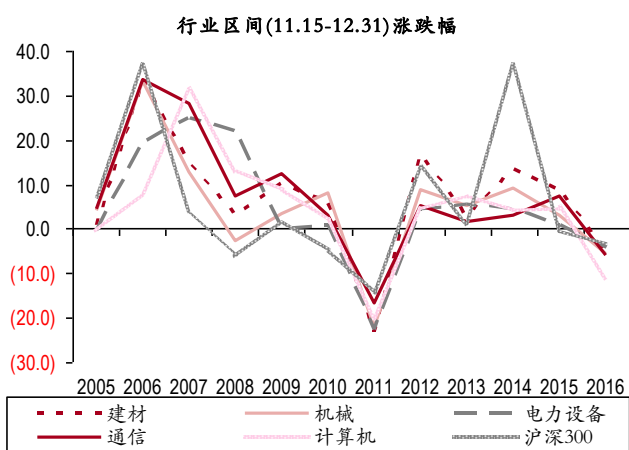
我们将基于历史上四季度下半场各个方面的表现，给不同目标投资者提供积极和稳健的两种投资配置建议。依据历史上四季度下半场各行业的涨跌表现，业绩增速，融资余额，换手率表现，我们推荐积极投资者配置**通信、电力设备、计算机行业**；推荐稳健投资者配置**医药、家电、餐饮旅游**。以上的配置推荐均是来自于对历史上四季度下半场的表现得来，对当前时点的投资者借鉴作用。

积极投资者建议配置：通信、电力设备、计算机

积极投资者四季度后半场的行业配置策略建议是该行业历史上总体上涨，且各个指标波动比较大，从而可能博取较大的收益，同时也承担一定的风险，综合来看，建议配置：通信、电力设备、计算机。从历史涨跌幅角度，应该配置历史四季度后半场涨跌幅总体为正同时波动较大的行业；从历史业绩角度，应配置历史四季度业绩增速总体为正同时波动较大的行业；从历史融资余额角度，应配置历史上四季度后半场融资余额占比在全年分位数靠前的行业；从换手率角度，应配置历史上四季度后半场换手率处于全年较高分位的行业。

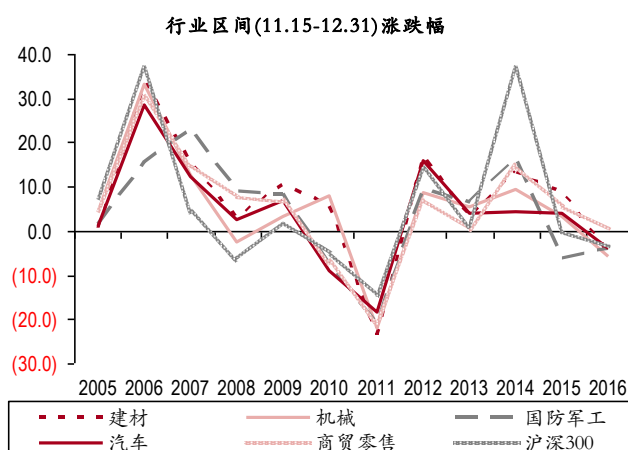
历史上四季度下半场收益为正且波动较大的行业，推荐建材和机械。计算2005~2016年四季度下半场的区间涨跌，涨跌中位数大于零且标准差较大的6个行业分别是：建材、通信、电力设备、机械、计算机、基础化工；涨跌中位数大于零且Beta（历史上四季度下半场行业涨跌幅相对于沪深300涨跌幅的Beta系数）较大的6个行业分别是：建材、机械、商贸零售、汽车、国防军工、综合。综合以上两个结果，在历史收益的角度看，推荐建材和机械。

图表 1. 四季度下半场波动率靠前且收益为正的 TOP6 行业



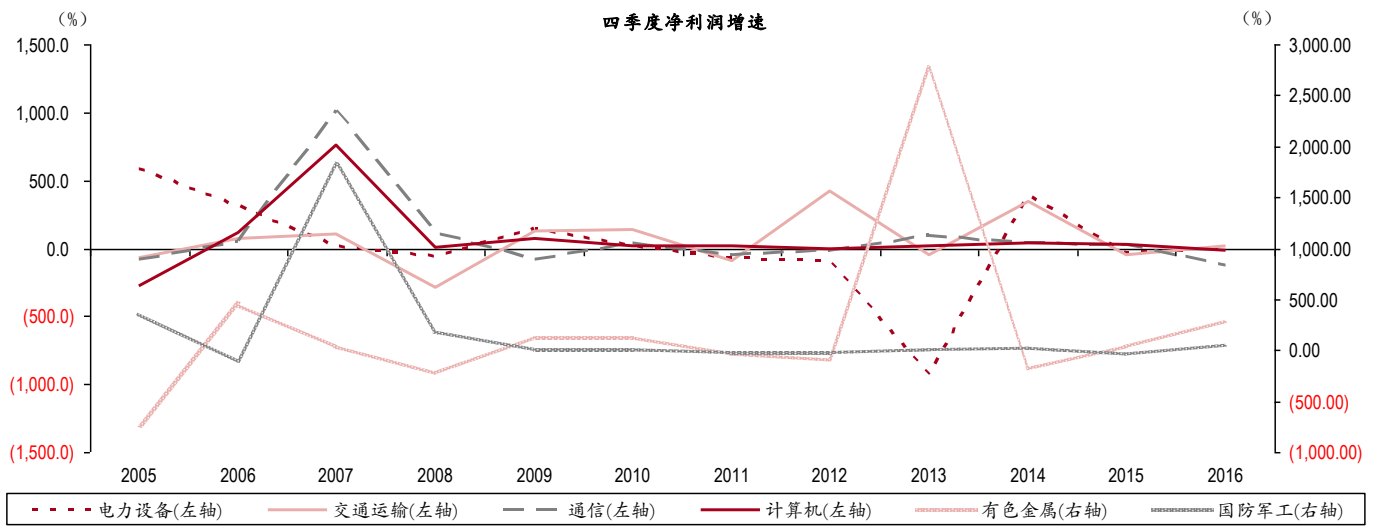
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 四季度下半场 Beta 靠前且收益为正的 TOP6 行业



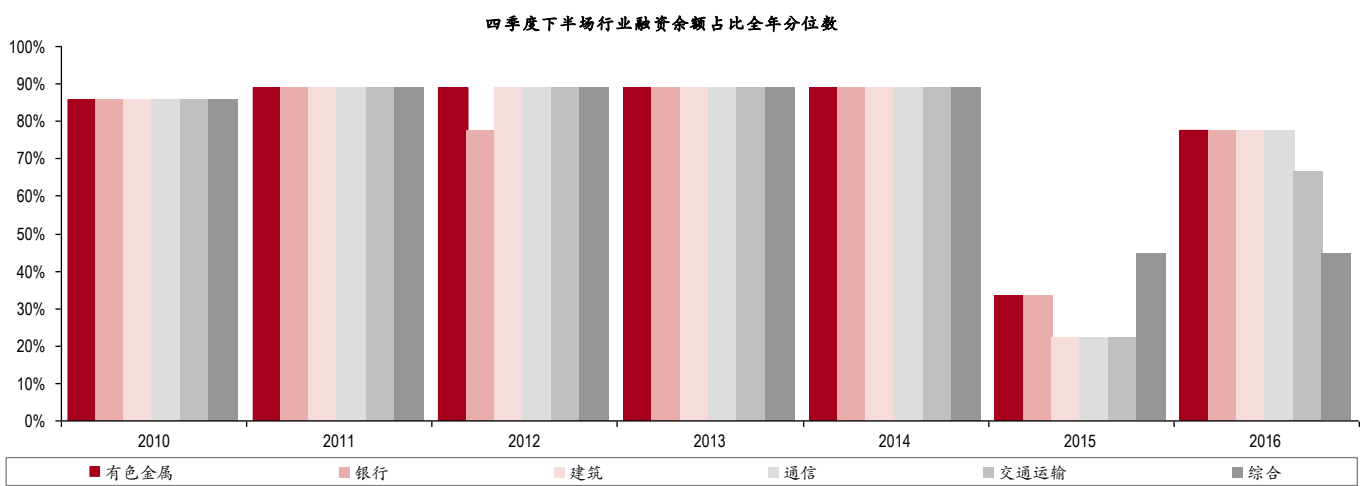
资料来源：万得，中银证券

历史上四季度业绩增速中位数为正且四季度增速在行业中分位数波动靠前的6大行业为：有色金属、国防军工、电力设备、交通运输、通信、计算机。计算2005~2016年四季度净利润同比增速在当年所有行业净利润同比增速中的分位数，计算12年分位数的标准差，该值表明历史上该行业四季度业绩在全行业分位数的波动，得到波动前6的行业（同时满足增速中值大于零）分别是：有色金属、国防军工、电力设备、交通运输、通信、计算机。

图表 3. 四季度净利润增速中位数大于 0 且业绩分位数波动 TOP6 的行业


资料来源：万得资讯，中银证券

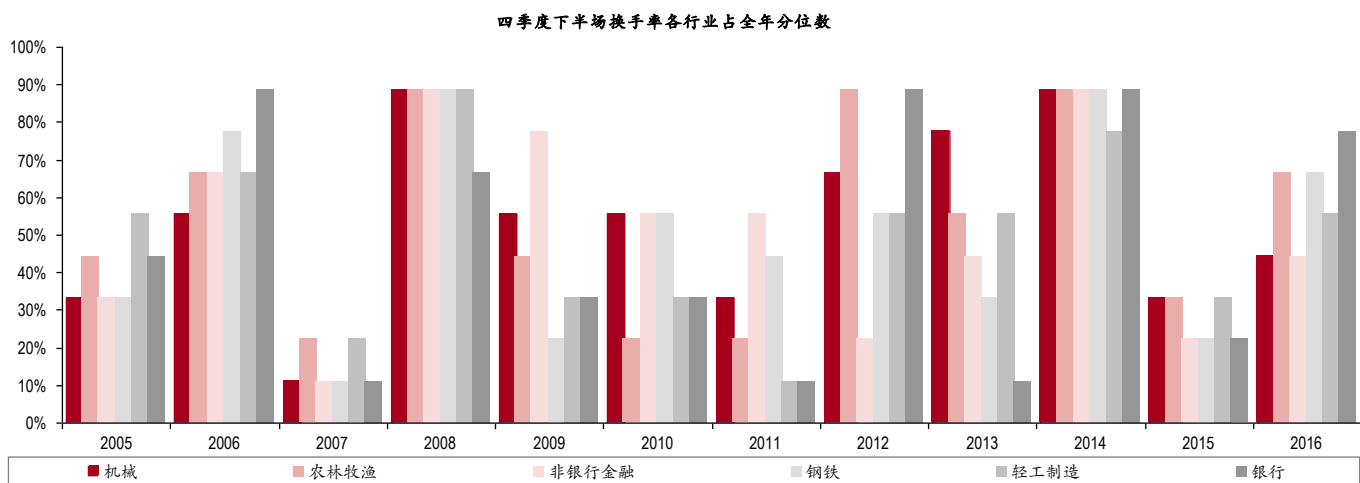
历史上四季度下半场融资余额占比在全年分位数较高的前 6 行业，分别为：**有色金属、建筑、银行、通信、交通运输、综合**。计算 2010~2016 年四季度下半场（将近 6 周）各行业的融资余额占比均值，同时计算该均值在全年（分为接近 8 个 6 周的区间，每个区间计算融资余额占比均值）的分位数，得到 7 年分位数均值，该值表明历史上某行业四季度下半场融资余额在全年的相对位置。得到 7 年分位均值前 6 行业分别是：**有色金属、建筑、银行、通信、交通运输、综合**。

图表 4. 四季度下半场融资余额占比在全年的分位数最高的 6 行业


资料来源：万得资讯，中银证券

历史上四季度下半场换手率在全年分位数较高的前 6 行业：**机械、农林牧渔、非银行金融、钢铁、轻工制造、银行**。计算 2005~2016 年四季度下半场（将近 6 周）的各行业的换手率均值，同时计算该值在全年中（全年分为 8 个 6 周的区间，计算每个区间换手率均值）的分位数，得到 12 年分位数的均值，该值表明历史上行业四季度下半场换手率在全年中的相对位置。取分位数均值前 6 的行业，分别是：**机械、农林牧渔、非银行金融、钢铁、轻工制造、银行**。

图表 5 四季度下半场换手率在全年分位数最高的 6 行业



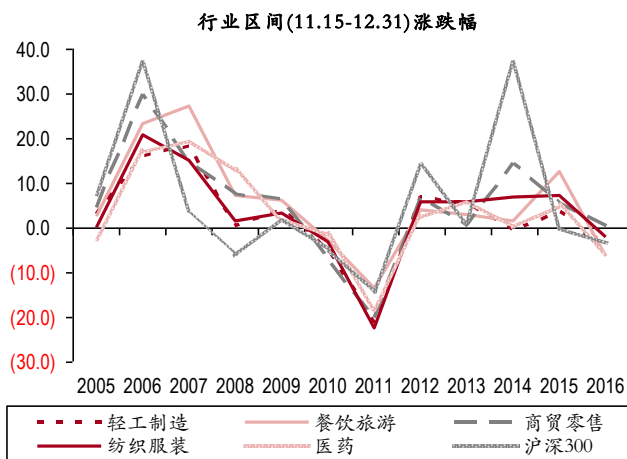
资料来源：万得资讯，中银证券

稳健投资者建议配置：医药、家电、银行

对稳健投资者四季度后半场的配置策略应该是历史上该行业总体是上涨的，且各个指标波动比较小，从而以保证收益的稳定性，综合来看，建议配置：医药、家电、餐饮旅游。从涨跌幅角度，积极投资者应该配置历史上涨跌幅总体为正，但是波动较小的行业；从业绩角度，应该配置业绩增速总体为正，但是波动较小的行业；从融资余额角度，应该配置融资余额比例波动较小的行业。

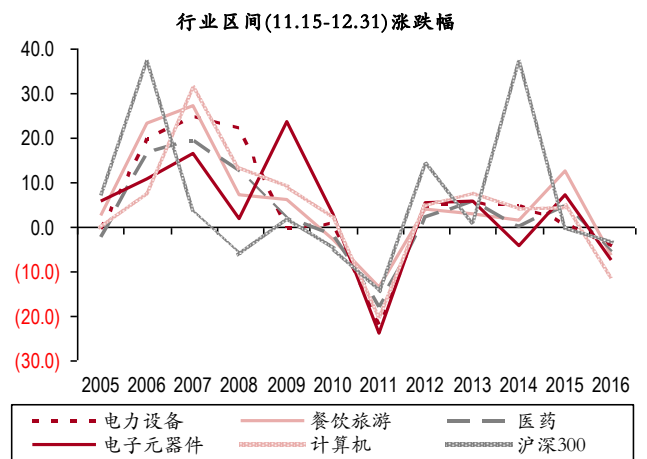
历史上四季度下半场收益为正且波动较小的行业推荐医药和餐饮旅游。计算2005~2016年四季度下半场的区间涨跌，涨跌中位数大于零且标准差较小的6个行业，分别是：家电、轻工制造、医药、纺织服装、餐饮旅游、综合；涨跌中位数大于零且Beta较小的6个行业，分别是：电子元器件、计算机、医药、餐饮旅游、电力设备、家电。综合以上两个筛选结果，推荐医药和餐饮旅游。

图表 6. 四季度下半场波动率靠后且收益为正的 6 行业



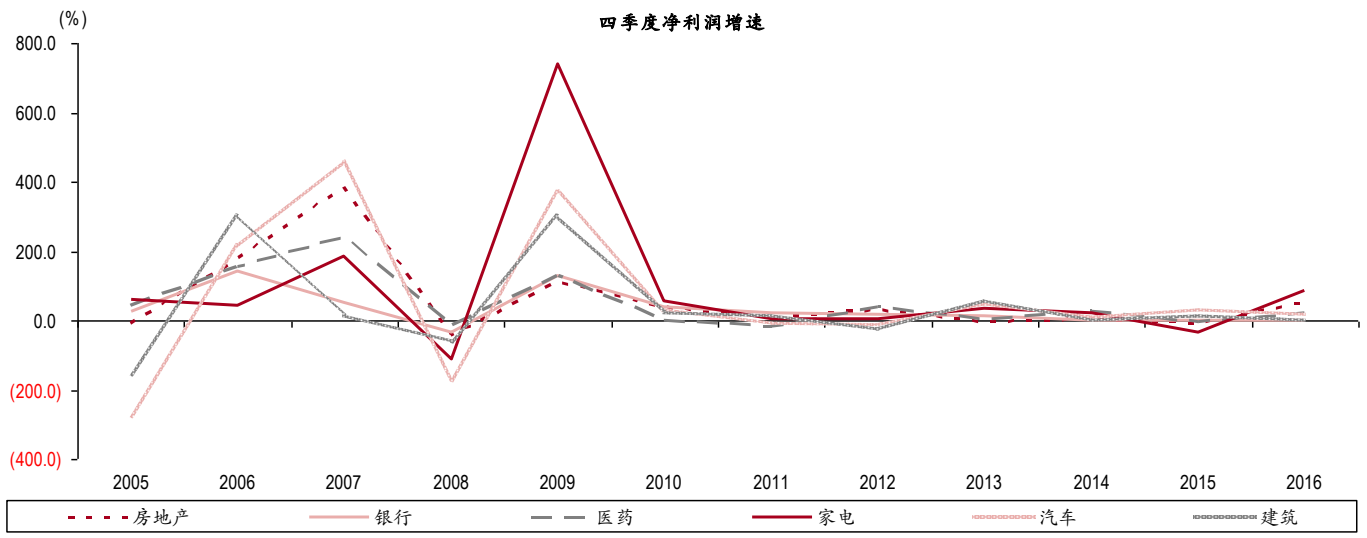
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 四季度下半场 Beta 靠后且收益为正的 6 行业



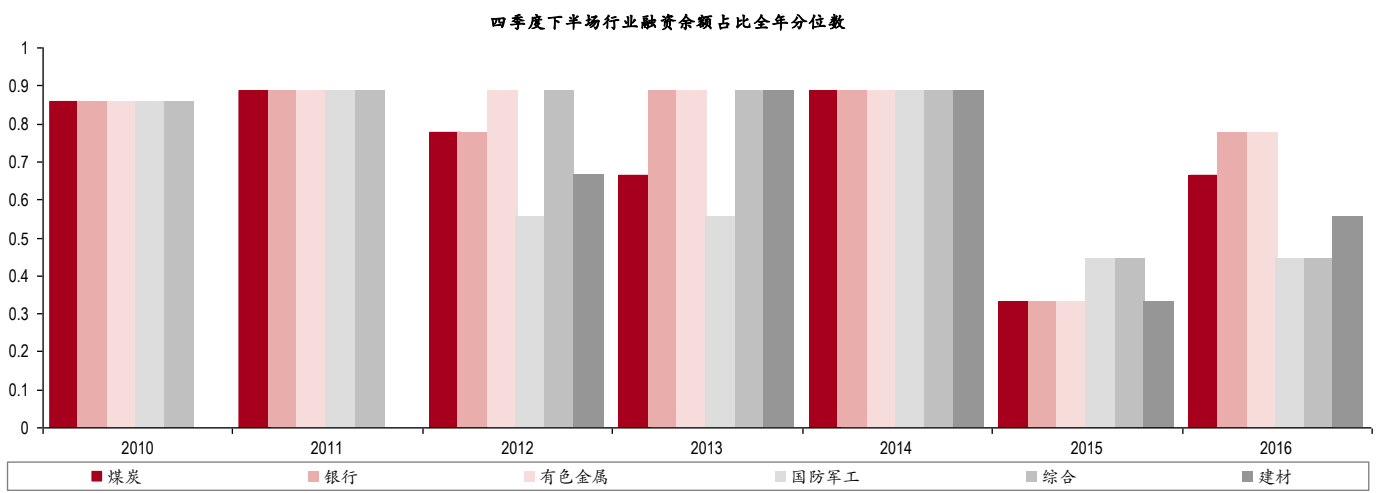
资料来源：万得，中银证券

历史上四季度业绩增速中位数为正且增速为正的的比例超过 50%，四季度增速标准差最小的行业，推荐：房地产、银行、医药、家电、汽车、建筑。计算 2005~2016 年四季度净利润增速，取各行业 12 年业绩增速的标准差，得到标准差最小的 6 个行业，又同时满足业绩增速中值大于零和增速比例大于 50%的分别是：房地产、银行、医药、家电、汽车、建筑。

图表 8. 四季度归母净利润增速中位数大于 0 且业绩分位数波动较小的行业


资料来源：万得资讯，中银证券

历史上四季度下半场融资余额占比在全年分位数波动较小的 6 行业：煤炭、银行、有色金属、国防军工、综合、建材。计算 2010~2016 年四季度下半场（将近 6 周）的各行业的融资余额占比均值，同时计算四季度下半场融资余额占比均值在全年中融资余额（全年分为接近 8 个 6 周的区间）的分位数，计算 7 年分位数的标准差，该值表明历史上某行业四季度下半场融资余额在全年的相对位置的波动情况，取标准差较小的 6 个行业，分别是：煤炭、银行、有色金属、国防军工、综合、建材。

图表 9. 四季度下半场融资余额占比均值在全年的分位数历史上波动较小的 6 行业


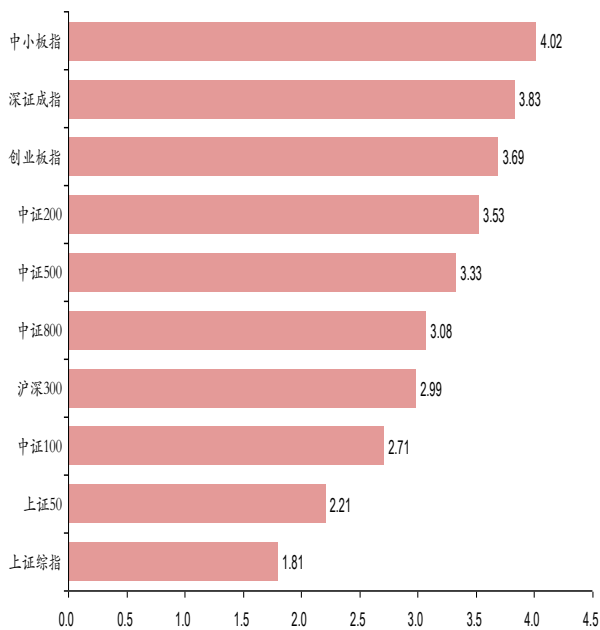
资料来源：万得资讯，中银证券

上周回顾：市场指数均上涨，家电、通信、电子元器件表现突出

市场以及行业板块表现回顾：上周全部市场指数均上涨，其中中小板指涨幅最大（4.02%）；行业板块，除银行（-0.44%）、建筑行业（-1.33%）小幅下跌，其余各行业板块均上涨，家电板块以6.99%领涨，表现突出，通信（6.52%）、电子元器件（6.44%）紧接其后。

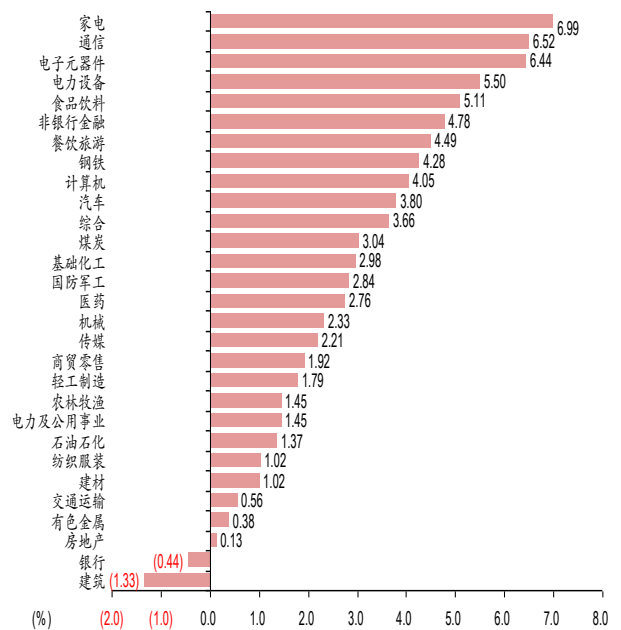
指数方面，上周各指数均呈现较大幅上涨，其中涨幅最大是中小板指（4.02%），深证成指（3.83%）、创业板指（3.69%）紧接其后，涨幅最小的上证综指也收获了1.81%的涨幅。其余指数上周涨幅分别为：中证200（3.53%）、中证500（3.33%）、中证800（3.08%）、沪深300（2.99%）、中证100（2.71%）、上证50（2.21%）。行业板块方面，除银行和建筑外的全部行业板块均上涨，涨幅最大的三个行业分别为：家电（6.99%）、通信（6.52%）和电子元器件（6.44%）。银行和建筑行业跌幅微小，分别为-0.44%、-1.33%。

图表 10. 上周市场表现



资料来源：万得，中银证券

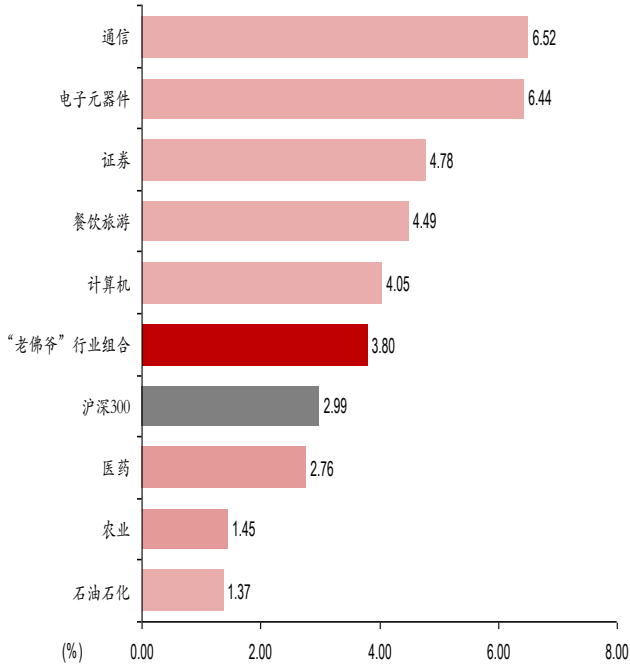
图表 11. 上周行业板块表现



资料来源：万得，中银证券

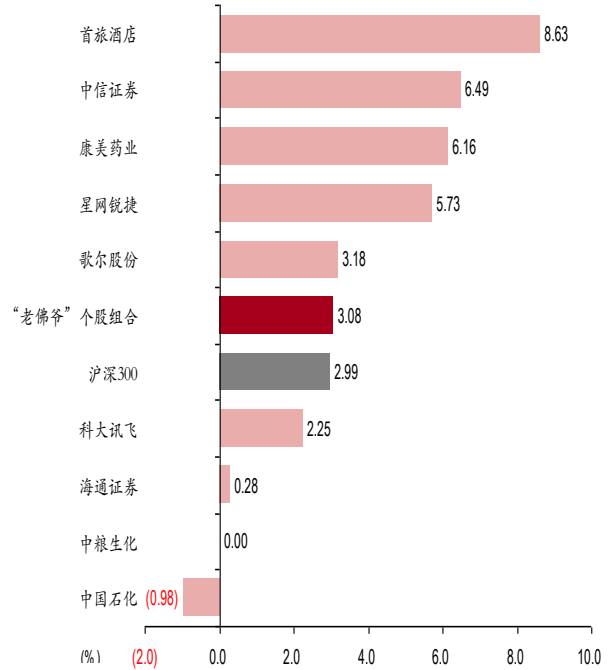
组合回顾：行业组合和个股组合均强于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为 3.80%，强于市场（2.99%）；“老佛爷”个股组合绝对收益 3.08%，强于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 1.32。

图表 12. 上周“老佛爷”行业组合表现



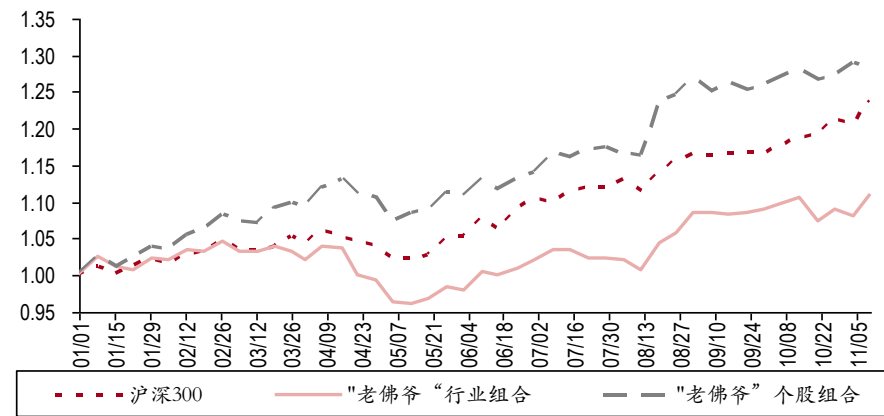
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 个股及组合配置表现（累积值）



资料来源：万得，中银证券

2017年11月中银国际行业及个股配置

图表 15. 2017年11月“老佛爷”行业组合

行业板块	权重(%)	行业观点
石油石化 (中信一级)	20	三季度原油价格回升, 提振石化行业盈利能力、油气开采业绩改善。考虑到石油减产期限可能延长以及地缘政治等因素, 预计未来几年原油价格将上涨。
医药 (中信一级)	10	医药行业整体保持稳健增速, 具有结构性投资机会。国家鼓励创新及加速审评审批的政策将加速行业洗牌, 推动具有突出业务实力的公司加快发展。
电子元器件 (中信一级)	10	电子行业从去年下半年至今明年处于上行周期, 新 iPhone 将引领新一波高端智能机的升级周期, 本轮升级包括 OLED 全面屏、双面 3D 玻璃、SPEN 等核心应用。
餐饮旅游 (中信一级)	10	旅游行业景气保持, 目前估值处于低位。长期在消费需求端升级, 供给侧改革补短板背景下, 旅游行业将持续高增长。
通信 (中信一级)	20	随着人工智能和相关技术逐渐成熟和落地, 人工智能所在的相关标的的后续增长潜力也越发凸显; 下半年二次探底二次通缩的宏观背景有利于技术创新。
证券 (中信二级)	20	目前五家大型综合性券商平均市净率为 1.54 倍, 处在估值底部区域, 具有长期投资价值。我们从中长期的角度看好直接融资比例提升和居民大类资产配置进程中券商的发展空间。
农业 (中信二级)	10	农业供给侧改革持续发酵, 农产品价格接近底部, 以及今年天气因素推动农产品价格向上预期。

资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 2017 年 11 月 “老佛爷” 个股组合

代码	公司	收盘价	EPS			PE			推荐理由	行业
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		
600028.CH	中国石化	6.09	0.38	0.47	0.55	15.90	12.86	11.16	公司业绩稳定增长，油价均价抬升利于业绩。公司当前估值较低，PB1.04 倍，低于行业 PB 均值 1.33 倍。	石油石化（中信一级）
600518.CH	康美药业	22.56	0.67	0.82	1.01	33.82	27.36	22.36	是国内中药全产业链和消费品龙头企业、公司在医药商业医疗服务领域快速拓展。2017 年 1-3 季度收入增长 18.59%，净利润增长 21.04%，继续保持稳健快速增长。	医药（中信一级）
002241.CH	歌尔股份	22.05	1.08	0.70	0.93	20.42	31.63	23.84	歌尔股份身披智能穿戴、虚拟现实、声学概念、苹果概念等十多种题材，备受关注。歌尔股份是全球 VR 设备制造龙头，VR 产品出货量今年有望翻倍增长；另外，公司作为苹果声学器件的核心供应商和行业龙头，公司市场份额稳定且仍有提升空间，且公司下半年将继续受益于苹果声学器件升级带来的新周期。	电子元器件（中信一级）
002396.CH	星网锐捷	25.45	0.59	0.78	1.00	42.95	32.72	25.51	领先的国有 ICT 综合解决方案提供商，在白盒交换机主导的疏通网络交换设备产业升级方面具备先发优势，存在混改预期。	通信（中信一级）
600258.CH	首旅酒店	31.59	0.72	0.77	0.99	43.90	40.85	32.06	有限服务型酒店行业景气明显，在经济企稳复苏的背景下，内生、外延双趋势确立，酒店龙头首旅将持续收益。随着首旅如家会员体系打通，内部管理效率有望进一步提升，与首旅集团旗下资源对接合作打造客户生态圈。	餐饮旅游（中信一级）
002230.CH	科大讯飞	58.28	0.37	0.38	0.53	157.51	153.21	109.53	国内智能语音及人工智能领跑者，核心高管稳定，专注于智能语音技术，在语音合成/识别、口语评测、机器翻译等领域均达到国际领先水平，全面布局，技术算法及应用场景成竞争优势。	通信（中信一级）
600030.CH	中信证券	18.39	0.86	0.93	1.02	21.38	19.86	17.94	公司作为行业龙头优势地位巩固，各项排名均位居行业前列。IPO 温和提速下公司投行业务将进入业绩释放期。估值较低。	证券（中信二级）
600837.CH	海通证券	14.54	0.70	0.76	0.85	20.77	19.06	17.06	公司经纪、投行和资产管理等传统业务位居行业前茅，近期完成大笔次级债融资。	证券（中信二级）
000930.CH	中粮生化	13.34	0.13	0.49	0.70	101.06	27.51	18.99	玉米价格下降以及国际油价回升，公司盈利能力将得到改善。国企改革加速，旗下生化能源资产注入预期打开公司市值空间。	农业（中信二级）

资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371