

宏觀

分道揚鑣！——17年海外宏觀報告

展望未來，我們認為2017年全球經濟的一大主題是“分”：發達和新興將進一步分化；發達經濟內部，美國好於歐日；歐洲市場將更加動盪，歐盟甚至存在分裂風險；新興經濟體中，中印整體好於其他。“亂世”之中不必過於悲觀，因為好在美國經濟本身也有很多長期問題困擾，加息進度可能低於預期。這兩年的市場的確不太好做，大家抱團取暖，且行且珍惜！

美國：短穩長憂。短期經濟改善，長期隱憂仍存。從GDP增速、通脹、就業等資料來看，美國短期經濟的確在不斷改善。但勞動力參與率下降、生產率增長緩慢、貧富差距擴大、中產階級萎縮等問題未來依然會拖累美國的中長期經濟增長。特朗普政策有利有弊，執行難上加難。如果特朗普的政策都能夠執行，確實會對短期通脹起到提升作用，但長期可能會導致經濟效率的下降。此外，特朗普的政策要想執行也並非易事，例如財政刺激會受到債務率的限制。聯儲預期加息三次，實際或將慢於預期。美聯儲12月議息會議預測2017年將加息3次，但考慮到美國經濟復蘇的可持續性、特朗普政策執行的難度和進度、全球低迷的大環境，實際加息次數大概率會低於預期。

歐元區：動盪加劇。經濟復蘇脆弱，銀行危機發酵。整體來看歐元區經濟復蘇依然脆弱，16年前三個季度GDP增速均低於15年同期水準；通脹雖回升，但主要在於油價推動，可持續性存疑。疲弱的經濟背景下，銀行業不良率高企，義大利銀行業則處於風暴中心。政策工具受限，貨幣財政乏力。12月歐央行決定再度延長QE，但明年縮減每月規模到600億歐元，同時為了避免“無債可購”的尷尬，還擴大了購債範圍，但實施效果或非常有限，同時負利率政策使銀行業經營更加艱難。歐元區政府債務率高達92%，財政刺激空間也有限。不確定性增加，分裂風險上升。17年歐洲政治事件依然不斷，英國將啟動脫歐，意、法、荷、德將舉行大選，不確定性對經濟將構成拖累。

日本：低迷持續。泡沫遺症尚存，老齡化雪上加霜。日本經濟長期被通縮困擾，當前壓力依然較大，CPI同比連續為負，資產負債表衰退、人口結構失衡是拖累日本經濟增長的長期問題。深陷流動性陷阱，貨幣財政乏力。日本長期陷入流動性陷阱，貨幣刺激無效，而負利率政策對銀行業經營的負面影響反而非常大。高企的債務率導致每年中央政府開支中有24.4%被用於債務清償，財政刺激空間有限，效果也不宜高估。日本的例子也說明了技術、人口和資本是決定長期經濟增長的主要因素，而這其中人的因素非常關鍵。

新興經濟：分化繼續。貿易保護崛起，新興出口或“受傷”。在全球經濟低迷的背景下，貿易保護主義開始抬頭，對出口貿易較為依賴的新興經濟體或更“受傷”。美國作為全球第一大經濟體，採取的貿易保護措施數量竟然居各國之首。特朗普有著明顯的貿易保護主義傾向，作為美國主要逆差來源國的中國、墨西哥、越南、印度、馬來西亞等，可能受到貿易保護主義影響更大。美元週期警惕風險，長期看好中印。美元在全球貨幣體系中處於霸權地位，各主要新興貨幣都緊盯美元，所以美聯儲加息以及美元強勢會直接衝擊新興經濟體。中國和印度作為人口大國，本身就具有較大的需求潛力，印度未來的人口紅利要好於中國，而中國基礎

設施和制度環境優於印度。長期來看，只要中印嚴守改革之路，經濟很有潛力，在新興經濟體中也會表現更好。

大市導航

通訊服務：12月通信行業估值大降、擇優佈局時機漸佳

我們按二個維度選股：1) 2017年動態 PE30 倍以內；2) 業績增速 50%以上、PEG 低於 1，市值低於 200 億。

1、基於維度 1 的統計：1) 200 億市值以上藍籌公司中，烽火通信、網宿科技、中興通訊、信威集團估值已處於 2017 年 25x 以內，已步入較好的配置區間；光纖光纜子行業中的亨通光電、中天科技估值已回落到歷史估值合理區間，可繼續持有；2) 100 億市值以內公司，梅泰諾、華星創業、寧波建工、富春通信 PE 估值回落到 30x 以內，建議重點關注。

2、基於維度 2 的統計：所處光模組子行業高景氣度持續、2017 年 PE (28x) /PEG (0.34) 雙低的光迅科技重點推薦！

2017 年度，我們整體策略觀點“立足藍籌變革、佈局創新成長”：一方面，長期視角關注 2008 年後，國內電信產業鏈從 IC 設計、晶圓代工、電信設備整個產業鏈條的崛起，從核心代表性公司中興通訊、中芯國際 (HK) 的市值和估值看，未反映其產業地位的提升、業績的成長，因此有戰略性的配置價值；另一視角，從中短期看，中國聯通為代表的混改、一帶一路戰略從設備商走出去轉向“運營商、設備商”連袂走出去對國內電信設備企業的出口拉動（受益彈性最大的烽火通信、海能達、中興通訊、信威集團、星網銳捷等），值得關注。佈局創新成長，聚焦物聯網、5G 及海防資訊化等軍工通信新興領域的投資機會。

(1) 光通信 2017 年高景氣維持，側重看好光模組及光通信設備。首推光迅科技、烽火通信，以及關注博創科技、新易盛為代表的新興民營光模組企業基於國內 A 股估值優勢和工程師紅利，實現從光模組封裝向上游晶片的延伸整合；同時，美國就中興通訊與伊朗早期專案制裁結果落地後，估值預期有較大修復空間，建議積極關注。

(2) 物聯網，將從三大運營商 2017 年全面部署 NB-IoT 網路及 4G+ 的推進，步入快速發展拐點。感測器（包括機器視覺）、物聯網場景解決方案（交通、工業、物流、水務...）、物聯網通用平臺或作業系統，是核心的細分投資方向。(3) IDC&CDN&雲服務&流量經營領域，成長性良好、估值上整體有待消化，“以時間換空間”。IDC 領域，收購中經雲、轉型 IDC 領域的寧波建工建議積極關注，推薦目前價格接近 2016 定增價的科華恒盛（本周停牌）；雲計算領域，長期看好管道、技術二個維度額領先的企業神州數碼（國內 ICT 分銷管道龍頭，立足平臺優勢，從 ICT 硬體分銷，延伸向雲服務、自主可控業務）、紫光股份（受益 ICT 融合大趨勢，在網路設備、雲計算領域國內位居領先地位）。

(4) 通信業國企改革預期提速：首推央企混改的中國聯通、地方國資的星網銳捷（停牌）。關注東方通信、中電廣通、高鴻股份、傑賽科技、烽火電子、長江通信、特發資訊等央企及地方國資企業。

(5) 軍工通信（海防資訊化、衛星通信、北斗）、專網繼續保持成長勢頭。相關標的重點推薦海蘭信（停牌）、海能達，關注海格通信、信威集團、佳訊飛鴻等。

12 月份行業組合：中國聯通、烽火通信、光迅科技、博創科技、中興通訊、神州數碼、網宿科技、高新興（停牌）、海蘭信（停牌）、星網銳捷（停牌）。

風險提示。市場的系統性估值波動。

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。