

宏觀經濟

A股進入二維投資時代

核心結論：①投資從一維角度分為週期和消費、成長和價值。去年開始週期和消費不分秋色，價值和成長走向融合。②經濟轉型期行業內在結構變化明顯，疊加投資者結構變化，投資需精細，週期行業集中度上升，選龍頭、抓主題，消費不斷升級，重品牌。③春季行情繼續，上半年延續去年的中樞抬升式震盪。A股進入二維投資時代，消費升級+主題週期+價值成長。

投資者結構變化影響市場風格。從過去A股歷史來看，不同階段投資者結構中的主導資金不同，市場風格也會有很大的變化，05-07年，公募基金大發展造就藍籌泡沫，13-15年，私募基金大發展推升中小創行情，16年以來保險、銀行理財等絕對收益投資者不斷壯大，不同機構投資策略和風格不同，使得A股市場風格更加多元化。16年以來，比較週期/消費風格指數的表現，兩者大體相當；如果比較價值/成長風格指數的表現，價值明顯跑贏成長，但成長中也不乏表現不錯的個股。

從行業來看，16年以來表現最好的十個行業中，既有食品飲料、家電等消費行業，也有煤炭、石化等週期行業，可以說是各有亮點，這在過去A股歷史上是很少見的。

週期和消費同競技：週期龍頭+消費升級。過去經驗總結是，週期行業與宏觀週期密切相關，進攻性更強，消費行業波動性小，更具防禦性，週期與消費輪漲特徵明顯，16年以來週期與消費同場競技成為一個重要市場特徵。週期股單純從經濟好轉角度找高貝塔的舊邏輯已經水土不服，固定資產投資增速只是小幅改善，需求端的邏輯有天花板，需要結合供給端或政策主題，所謂“主題週期”，如國企改革、一帶一路等。消費股已不是簡單的防禦品種，收入水準上升和人口結構變化是消費升級的根本動力，居民消費開始從實物消費走向服務消費。從企業看，品牌升級推動龍頭品牌公司業績與股價向好。

價值和成長相融合：價值型成長。16年以來價值股和成長股正在不斷融合，價值股中偏成長性和成長股中更價值的兩種細分風格市場表現更好。16年價值股整體走勢強於成長股，但仔細分析價值股內部結構發現價值股中表現更優的是業績增速更好的個股，如貴州茅臺、格力電器等，雖然成長股整體表現較差，但其中也不乏很好的投資機會，如成長股中估值更低、更偏價數值型別的長盈精密、海康威視、歐菲光等。未來IPO加速和再融資收緊仍是監管趨勢，且目前成長股絕對估值仍然較高，做投資時一定要精選估值相對較低、與業績相匹配、更偏價值的成長個股，即所謂“價值型成長”。

A 股步入二維投資時代。我們認為春季行情繼續。中期來看，今年上半年延續去年 1 月底以來中樞抬升的進二退一式震盪格局，展望全年戰略上樂觀。現在市場環境已經微妙變化，投資進入二維階段。一方面投資者結構變化，追求絕對收益的保險和銀行資金占比上升，另一方面經濟結構調整，週期和消費內部都出現結構性變化，成長和價值也不再對立，而是走向融合，建議關注“消費升級+主題週期+價值成長”。

風險提示：經濟增速下滑超預期，通脹持續上升引發貨幣政策大幅收緊。

大市導航

電子元器件：迎接“智慧化大潮”下的硬體升級新機遇

迎接“智慧化大潮”下的硬體升級新機遇。智慧化大潮席捲全球，帶來更完善的人機交互體驗！從智慧手機、圖形處理等依舊存在較大的硬體規格改進空間以提供更完善的用戶體驗，同樣應用端規格升級必須依託光通信、自動化設備等新一代基礎設施端的升級。因此，“智慧化大潮”下智慧手機、圖形處理等應用層以及支撐層的光通信、自動化設備等均存在較大機遇，投資機會值得重視！

iPhone 8 預期集眾多創新於一身，引領新一輪硬體升級空間。蘋果 2017 年預計推出的 iPhone 8，可能具有外觀、顯示效果、雙電芯、無線充電等創新，有望再造銷量神話。暫不考慮國內產業鏈尚未參與進去的晶片組和感測器，僅僅上述 iPhone 硬體規格升級就會帶來單部手機 70~90 美金的 BOM 增量，對應市場空間在 1300 億元人民幣。另外，蘋果採用之後，後續全球 5 億部左右的安卓系中高端機有望迅速跟隨，有望再撬動另外 2000 億的市場空間！

GPU：下一代基石性的 IT 架構基礎。AI 時代，GPU 將是資料爆炸時代的核心處理模組。GPU 快速的平行計算能力，將快速取代 CPU 的計算功能。當下一個時代，大規模的資料以及需要快速計算的時候，GPU 將廣泛應用。GPU 在醫療成像、分子動力學、基因比對、金融模擬、動漫渲染等領域具有廣闊的應用前景，使得這些領域的用戶擁有萬億次的高性能設備成為現實。

光器件的工業應用升級正加速推進。相對於傳統電通信技術，光器件在傳輸速率和穩定性上優勢突出，伴隨著光器件技術的快速發展，目前光器件的成本已大幅下降。同時，資料時代的來臨也大幅提升了資料資訊的使用和傳播。在高速器件技術不斷突破，成本不斷下降，以及資訊交互需求大幅提升背景下，光器件的工業應用升級正加速推進。同時，消費領域對光器件的需求正在打開，新藍海市場的爆發有望大幅提升光器件的應用範圍。

硬體升級帶動工業自動化設備、零元件蓬勃發展。物流自動化、機器視覺、機器人、玻璃加工設備是智慧硬體升級的支撐，極大提高了智慧硬體生產製造的效率和良率，相關設備和核心零元件機遇值得重視！

風險提示：硬體升級進度低於預期。

傳媒：推薦院線板塊 遊戲關注補漲股

短期關注院線股，4月《速度與激情8》有望帶動票房：推薦中國電影、上海電影。同時關注IP、遊戲估值低、前期滯漲公司：中文傳媒、帝龍文化、捷成股份。中長期看好教育和傳統媒體：世紀鼎利、立思辰、廣弘控股、南方傳媒、長江傳媒。

風險提示：傳媒板塊系統性風險；中國A股回檔風險導致估值下降。

鋼鐵：溫柔的終結

- 1) 短期供給已經較多。前三個月產量扣除淨出口以後的供給量增長10%。
- 2) 今年淘汰量明顯抵不上需求減少和新增產能。預計國內需求可能下降3%左右，近2000萬噸。鋼材淨出口今年前兩個月減少500萬噸，3月份國內鋼價和盈利不錯，出口繼續下降，全年看減少1000-1500萬噸並不高估。此外尚有新增產能一千萬噸（含去年投產沒有發揮的和今年新投產的）。而產能淘汰最新口徑5000萬噸，這5000萬噸對應產量為2700萬噸，年底前淘汰，假設發揮一半產量，則只相當於今年實際產量下降1400萬噸。至於中頻爐，即使不考慮該電爐的部分，他們也已經從去年底就關停，實際效果已經在今年一季度發揮了。
- 3) 我們預計一季度業績見高點，此後季度環比下降。鋼價和股價也將同步，但在供給側改革的不斷推進下、在地方政府的有意干預下，市場反應將比較溫柔。
- 4) 估值並不便宜。無論PE還是PB的相對估值，目前基本反映了樂觀的預期。但4月份季報行情不能忽視。2017年一季度是過去幾年盈利最好的一個季度，估計上市鋼鐵板塊利潤約120億元，鋼鐵股可能會產生今年最後一波行情。
- 5) 給予行業投資評級“中性”。關注業績穩定估值便宜的公司。此外，關注高端產品類公司。

風險提示：政策風險，比如加快淘汰或者地產調控。

有色金屬：海綿鈦價格繼續上漲

根據百川資訊顯示，3月20日，海綿鈦價格較前一日上漲4.84%至6.5萬元/噸，較上月增長20.37%。海綿鈦的持續上漲，背後是漲勢更加迅猛的鈦精礦在推波助瀾。3月20日，四川鈦精礦(>50%)報價為1750元/噸，較2017年年初上漲了40%，較2016年年初更是暴漲了264.58%。2016年年初鈦精礦價格正處於歷史的低位，沉寂半年之後開始回暖，並呈加速上漲之勢。究其原因，一是下游鈦白粉需求旺盛連續漲價，二是鈦礦主產區攀枝花鈦高新技術區企業因環保不達標被停產整治。原材料的大幅上漲，推動了海綿鈦成本的急劇攀升，加之撫順鈦廠、天赫鈦業等大廠均已關停，供給收縮，供需面的緊張關係是海綿鈦價格上漲的中心邏輯。據百川資訊的資訊，目前海綿鈦市場庫存處於偏緊的狀態，廠家較為惜售，後期四氯化鈦供應如果縮緊，海綿鈦價格將再存上漲預期。

風險提示：下游需求不達預期。

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。