

大市導航

消費升級：穩穩的幸福

核心結論：①一批消費白馬股正在創新高，63只接近歷史高點個股中，36只屬於醫藥、消費電子、食品飲料等偏消費行業。②歷史三輪消費行情，05/6-07/10 源于經濟繁榮，09/8-12/7 賺經濟復蘇、高通脹的錢，13/1-15/6 新興消費賺估值的錢。③這輪消費行情源於經濟企穩、消費升級推動盈利改善，是穩穩的幸福，16Q3 白酒、家電淨利潤增速從之前負增長回升至 10%、21%。

這輪震盪市，消費白馬股正在創新高。14年一季，震盪市中創業板持續上漲，而白馬股（基金重倉股）整體下跌，平均跌幅 14%，基金大幅減倉白馬股。而 17年一季，白馬股（基金重倉股）平均漲幅 14%，並且從 16Q1 以來白馬股的基金倉位不斷提高。17年一季以來，很多白馬股市值創新高或接近前期高點，其中大部分是偏消費的白馬股。篩選出來 63 只創新高個股中，偏消費類個股有 36 只，其中主要是醫藥（11）、電子元器件（消費電子，6）、食品飲料（7）、汽車（4）、家電（6）等行業。從創新高個股的淨利潤增速和估值水準來看，這一輪創新高的白馬股 PEG 普遍在 1.2 倍以下，2017 預測 PE 除輕工行業索菲亞為 36 倍以外，其他行業個股平均 PE 均在 30 倍以下，創新高白馬股的整體估值並不高，主要依靠業績穩健增長帶來了市值的大幅增長。

歷史三輪消費行情，驅動力各不相同。05/6-07/10 年牛市期間，消費板塊上漲源于經濟繁榮，需求旺盛。09/8-11/4 的震盪市階段，經濟從復蘇進入繁榮，社會消費零售總額增速、CPI 增速同步上行，消費板塊的醫藥、家電、食品飲料、農林牧漁等板塊全面上漲。從 2011/4 至 2012/7，通脹居高不下的同時經濟逐步下行，社會銷售零售總額同比增速也不斷回落，這一階段僅白酒、食品飲料等行業繼續上漲，其他消費行業如醫藥、家電、農林牧漁等已經開始大幅調整。13/1-15/6 期間，新興消費行業賺估值的錢。

這輪消費行情有何不同？從 16 年 1 月份以來，傳統消費行業再次領漲，食品飲料板塊尤其是白酒、以及家電板塊漲幅持續領先。白酒、家電行業漲幅領先源於盈利改善、估值底部回升。白酒板塊淨利潤增速分別從 14 年最低-16%提升到 16Q3 的 10%，家電板塊淨利潤增速從 15 年最低-6%提升到 16Q3 的 20.8%。白酒板塊 PE(TTM)從 16 年初 19 倍回升至目前約 30 倍，家電板塊從 17 倍回升至 23 倍。消費板塊盈利回升，一方面源於 2016 年以來經濟底部企穩，傳統消費類行業在長期調整後經營環境改善；另一方面也源於消費升級背景下，行業集中度不斷提高，龍頭企業市場佔有率不斷提高。在目前階段，指望經濟快速復蘇、通脹快速回升，或估值大幅上漲帶動消費板塊高收益的可能性都不大，盈利的穩健增長成為重要的篩選指標。從盈利角度，未來仍然值得關注的板塊如具有品

牌溢價或資源稀缺性的高端消費品、家居裝飾和傢俱等細分行業、消費電子板塊中的低估值白馬、汽車板塊關注自主品牌、以及穩健增長的傳媒等。

風險提示：經濟超預期下行風險，貨幣收緊政策超預期。

機械工業：“一帶一路”先鋒，軌交產業鏈出海掘金

從“中華之星”到標準動車組，中國高鐵領跑全球。從 04 年以前的全自主“中華之星”高鐵項目，到 04 年之後“以市場換技術”，引入歐洲、加拿大、日本高鐵車型加快中國高鐵產業成熟，中國高鐵至今已經充分消化吸收了海外技術，並融合自主創新形成了完全自主智慧財產權的“標準動車組”產品。標誌著中國高鐵自主技術新高度的標動已經順利拿到了“准生證”、即將實現量產，我們預計 2017 年標動國內招標量可能在 100 列左右，並將在 2018 年之後成為高鐵“一帶一路”出口的主力車型。

高端製造新名片，“一帶一路”先鋒，高鐵潛在海外需求超過 1 萬公里。中國高鐵是包括建築設計、施工、裝備製造和維保、融資保障等在內的成體系輸出，不僅有國內超過全球高鐵長度 60% 的發達運營網路做支撐，綜合造價更是只有歐日競爭對手的約 2/3，無愧於中國高端製造的“新名片”。在國家“一帶一路”戰略的推動下，高鐵已經成為國家領導人力推的第一輸出產業，2015 年來中泰、俄羅斯（莫斯科-喀山）、印尼雅萬、中緬四大專案陸續落地，其中雅萬已經進入施工階段，可謂“一帶一路”先鋒力量。我們測算，僅四大專案的遠期潛在需求就可達 1.2 萬公里，相當於目前國內在運營專案的一半，新增車輛需求超過 3000 億元。

不僅是高鐵，美國地鐵也 made in China。對於中國軌交裝備企業而言，未來的出口需求遠不僅來自高鐵，地鐵、貨車、機車等產品的出口潛力同樣巨大。以地鐵為例，中國中車近年來集中接到美國地鐵（波士頓、洛杉磯、芝加哥）訂單達 23.3 億美元，並在美國麻塞諸塞州設立工廠，證明性價比極高（報價僅相當於對手的約 60%）的中國產地鐵已經獲得了美國地鐵系統的高度認可。美國是全球地鐵系統最發達的國家之一，在運營地鐵車輛約 2 萬輛，其中約 40% 已經超過 25 年的服役年限，將在未來若干年內更換，我們保守估計中車有望再接約 30 億美元訂單。

短看地鐵、機車，長看高鐵，“一帶一路”帶中國軌交產業鏈走向世界，短期重點提示板塊主題機會。短期來看，我們看好地鐵和機車等產品海外訂單的持續超預期，長期來看，高鐵專案的成系統輸出將提振高鐵車輛的長期需求空間。臨近 2017 年 5 月份“一帶一路”高峰論壇，我們認為高鐵作為走出去最早、體系最成熟的出口高端製造產業，專案有望加快落地速度，提供板塊主題性催化劑。往前看，隨著動車招標的逐步兌現、地鐵車輛交付的加速，我們認為軌交產業鏈基本面也將在二三季度開始出現向上的拐點，子板塊整體即將進入佈局時間。從產業鏈角度，我們建議關注整車廠中國中車，零部件公司建議關注春暉股份、康尼機電、鼎漢技術、永貴電器等優質國產化標的。

風險提示：海外市場投資不及預期，中國動車組推廣不及預期

交通運輸：交運行業的消費升級

本輪交運行業的消費升級我們主推航空、機場行業。

航空行業的消費升級表現在：民航大眾化趨勢下，航空出行占居民旅遊和商務出行的比重越來越大。2015 年和 2016 年行業供求關係不斷惡化，客座率和裸票價格不斷走低。進入 2017 年，我們首先觀察到春運需求端回暖，農曆同比顯示，今年國內航線需求同比增加超過 20%，客票收入同比增加接近 20%；而過去兩年內線增速均小於 10%；其次，從供給層面來講，航空公司積極調整運力投放，降低國際加密國內。航空業供需差出現積極反轉。

機場行業本輪消費升級的主要看點在於：2016 年 2 月財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局、國家旅遊局聯合發佈關於印發《口岸進境免稅店管理暫行辦法》的通知，決定增設和恢復口岸進境免稅店，合理擴大免稅品種，增加一定數量的免稅購物額。國務院批准 13 家機場開設進境免稅店。各大機場積極回應政策，於今年上半年集中進行免稅店招標。從已經公佈的一線機場白雲機場的免稅招標情況來看，各大免稅集團均看好國內免稅店運營，給予機場很高的扣點比例。預計這一政策影響將對機場非航收入產生較大裨益。推薦中國國航、深圳機場，關注白雲機場。

風險提示：系統性風險。

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。過去的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。