

宏觀經濟

五年規劃的市場效應——資本市場支援國家戰略系列報告（1）

資本市場支持國家戰略正當時。伴隨資本市場各項制度進一步完善和雙向開放逐漸深化，其在資源配給、風險管理以及治理和激勵安排方面的能動性將日益增強。（1）資源配給方面，隨著供給側結構性改革和國企改革逐漸深化，並購重組成為優化資源配給以及推進“三去一降一補”和產業升級換代的重要手段，與傳統的銀行間接融資體系相比，資本市場在降低資訊處理成本和提升整合效率方面更具優勢。（2）隨著股指期貨、期權等各類衍生證券產品相繼推出，資本市場為實體經濟和專業投資機構提供了越來越豐富的風險管理工具。（3）經過二十多年的發展，國內資本市場的治理水準明顯提升，通過員工持股計畫和股票期權等各類創新證券產品設計，能夠有效增強激勵機制效率，提升經濟活力，有助於改善經濟增長品質。

資本市場對國家戰略具有顯著融資支持作用。“九五”至“十二五”期間，多層次資本市場以融資方式對國家戰略給予一如既往的支援。股票市場融資支持與國家產業發展戰略重點產業契合度較高：在“九五”期間對機械、電子、石油化工、汽車和建築業等五大支柱產業和輕紡等重點行業給予支援；“十五”期間大力支持能源、冶金、水電和通信設備行業；“十一五”期間具體體現在高端裝備、電氣設備、銀行、非銀金融和煤炭開採等五個行業；“十二五”期間則對新能源、節能環保、新一代資訊技術、新能源汽車、新材料、高端裝備、物流、醫療等新興行業給予突出支持。

獲得融資支持行業的市場表現正回饋效應逐漸提升。市場對“十五”至“十二五”期間國家重點扶植且獲得股票市場融資支持的行業正回饋效應逐漸提升。“十五”期間對於國家重點扶植且獲得股票市場融資支持的十個行業，僅有能源和鋼鐵兩個行業獲得超額收益；到“十一五”期間，在國家重點扶植且獲得股票市場融資支持的九個行業中，除電力和高端裝備製造外其餘七個行業均獲得超額收益；“十二五”期間，新能源、環保、資訊技術、新能源汽車、新材料、高端裝備製造、物流、醫療服務等八個行業屬於國家重點扶植且獲得股票市場融資支援的行業，全部獲得超額收益。

經驗借鑒：從國家戰略看行業配給。（1）重點關注處於戰略持續、政策細化階段的行業，尤其在規劃中以“大力”、“優先”、“加快發展”等詞語來定位發展基調的行業，此時大概率是股票市場發力時期。（2）市場表現的回饋效應與政策支持的力度具有正相關性，在規劃中重點提及的行業，大多數行業後續都能獲得較為顯著的政策支持，且支持力度越大，市場回饋越強烈。

“十三五”行業和主題選擇。在“十三五”期間資本市場支持國家戰略的重點行業和主題主要包括核電、高端裝備製造、人工智慧、環保、新一代資訊和通訊技術、新材料、新能源車以及“一帶一路”戰略等。從“十三五”初期來看，量子通信、“一帶一路”等行業或主題已經獲得超額收益。

風險提示。五年規劃及相關政策推動不及預期。

美麗回憶：漂亮 50 那些事

核心結論：①美股 1968-82 年震盪走平期間，漂亮 50 股價平均收益率為 157%，因豔壓群芳而得名。②漂亮 50 以消費股為主，當時美國處於產業結構調整期，消費結構升級，品牌和服務消費興起。③1982 年後漂亮 50 超額收益變小，90 年後跑輸，源於產業結構再次調整，資訊技術產業成為拉動經濟的新亮點。

美國漂亮 50 的誕生和內涵。①1960s 年代概念股泡沫輪番破滅，漂亮 50 應運而生。隨著電子熱和集團企業夢的紛紛破滅，投資者開始重視基本面，業績為王的投資理念重新風靡華爾街，概念股不再流行，藍籌股成為新時尚，漂亮 50 (Nifty Fifty) 就是在這種背景下應運而生。②在 1968/12-1982/07 震盪市期間漂亮 50 長期享有超額收益。漂亮 50 的成名之戰發生在 1970/07-1972/12 年這波反彈行情中，當時美股已進入震盪市，市場環境的不確定性增加，投資者紛紛買入業績靚麗的漂亮 50 股票。1970/07-1972/12 期間漂亮 50 公司全線上漲，累計平均收益率為 142.9%，而同期標普 500、道指分別上漲 51.2%、38.9%。在 1968/12-1982/07 震盪市期間漂亮 50 累計平均收益率為 156.6%，而同期標普 500 下跌 1.2%，在市場沒有趨勢性行情背景下，漂亮 50 公司業績優良，自然成為投資者抱團取暖的首選標的。

漂亮 50 為何豔壓群芳？①漂亮 50 誕生的背景是美國產業結構正經歷變遷。二戰結束後美國經濟雖有起伏，但基本保持低通脹、高增長的勢態，在經濟平穩增長大環境下，美國科技發展日新月異。1970s 年代美國經濟陷入滯脹，經濟最大的亮點就是消費，1968-82 年期間個人消費支出同比增速平均達到 6.5%，最高在 1980 年達到 10.7%。資料都顯示美國逐步從工業高增長時代步入資訊化、消費升級時代，漂亮 50 公司就是在這樣時代大變遷背景下誕生。②漂亮 50 公司抓住消費升級機遇，迅速擴張奠定龍頭地位。漂亮 50 公司所屬行業主要為製藥、飲料、化學製品、電腦設備等，主要集中於與衣食住行有關的個人消費領域。部分企業抓住機遇，致力於國際化品牌建設，最終得以搶佔先機，實現業績長期穩定增長，在 1970s 年代漂亮 50 公司的年化淨利增速達到 15.3%，這些企業的早期高增長業績助力奠定了企業的行業龍頭地位。

之後的退場和分化。①1982 年後漂亮 50 超額收益趨弱，90 年跑輸納指。在牛市早期漂亮 50 表現尚可，1982/8-1990/10 期間漂亮 50 累計平均收益率達 316.7%，同期道指、標普 500、納指分別漲 202.0%、183.9%、97.1%。1990/11-2000/03 期間納指漲 1286.4%，道指、標普 500 分別漲 347.2%、393.0%，漂亮 50 累計平均收益率為 456.7%。②漂亮 50 不再漂亮源於產業結構升級，資訊產業成為

新經濟增長點。在克林頓任職白宮期間，“資訊公路”計畫被穩妥推進，在“軍用民享”和“管制放鬆”兩個原則下，企業投資 IT 熱情升溫，資訊產業成為新經濟增長點。股市由半導體→電腦硬體→軟體→互聯網不斷前進，1982/07-2000/04 牛市期間道指、標普 500、納指分別漲 12.5、13.0、26.3 倍。③漂亮 50 股票表現分化，部分成為跨越半個世紀的消費龍頭。進入 1980s 年代後，漂亮 50 公司業績增速放緩，整體表現不如從前，但分化趨勢更明顯，部分具有品牌效應的龍頭公司走勢仍較強。

風險提示。經濟增速下滑、業績不及預期。

大市導航

傳媒：推薦遊戲、影視版塊，重視龍頭估值修復機會

在 IPO 加速、再融資規則修改的背景下，白馬龍頭、低估值、優質內生是 2017 年傳媒板塊的投資主線。核心思路是以 PE、PEG 和現金流作為選股指標，很多公司具備價值股屬性多於成長股屬性，這樣的公司 2017 年更有可能脫穎而出。

2017 年疊加 IPO 和再融資等因素，價值股將反復被市場挖掘。堅守價值、尋找真成長，重點推薦遊戲和影視板塊。

遊戲：聚焦白馬龍頭，手遊仍為核心增長點

1) 遊戲版塊經過一年多的調整，已呈現較強的安全邊際，風險收益比持續提升。遊戲行業盈利模式清晰，現金流和業績表現出色，穩健內生增長的遊戲白馬符合 2017 年整體的投資風格；2) 在國內遊戲市場競爭激烈，行業集中度提升背景下，龍頭企業精品端游轉手游、頁游轉手游紅利期仍在，有望在存量博弈中分享更多市場份額；3) A 股遊戲龍頭估值仍處於地位，業績增長確定性強，超跌白馬估值優勢顯著，具有廣闊的上升空間。我們依舊建議從 2017 年 PE25 倍左右，PEG<1 的維度精選遊戲龍頭。推薦標的：完美世界、三七互娛、遊族網路、中文傳媒。

影視：野蠻成長轉向結構優化，龍頭和新興方向是重點

1) 影視行業經歷了 2012-2015 的高速成長期，2016 年的調整過渡，將進入內部結構調整的持續優化階段。2) 內容是影視行業靈魂，擁有優質 IP 和製作能力的企業將勝出，管道方面，我們認為當前重點關注互聯網普及帶來的網路劇騰飛以及更新管道端 VR/AR 帶來的變化重構機遇。3) 在消費升級背景下，我們看好新興互聯網管道驅動的網劇產業（2C 端付費視訊模式）、未來行業主要利潤來源的 IP 衍生品產業以及行業大整合下院線行業兼併重組帶來的消費端的升級。推薦標的：中國電影、上海電影、萬達院線。

風險提示：產品表現不及預期，並購整合風險，行業增速下滑，公司競爭激烈。

紡織與服裝：關注消費升級，紡織景氣有望超預期

1、關注消費升級大方向。大消費關注度漸增，取決於前期週期強勢已久，大消費結構性滯漲，尤其是服裝板塊。年初，我們提出服裝消費回暖、紡織維持高景氣度，紡服板塊投資風險降低。近期，我們通過兩篇消費升級系列深度解析新時代下新的消費特徵以及與之伴隨的消費升級。泛 90 人群成為消費主力主張新時代消費，智慧手機的普及更是改變了人們的消費決策邏輯：從有目的的搜索性消費到被推薦下的即興消費。因而，如今的消費升級更多體現為場景化、個性化、情感化、品質化、社交化、標籤化等新特點，中高端消費的回暖、運動品牌復蘇、個性化消費引領新風尚等均在驗證著我們的判斷。結合上市公司基本面，我們認為歌力思（潮服當興、中高端消費）、美盛文化（新興消費、情感歸屬）、海瀾之家（三四線品牌升級）、太平鳥（潮服時尚）、貴人鳥（體育復興）、華孚色紡（體育、時尚消費帶動）等標的值得關注。

2、紡織板塊景氣度有望超預期。16 年我們認為棉紡是唯一自上而下景氣反轉的子板塊，年初我們進一步判斷 17 年紡織景氣度仍將維持。近期，我們認為紡織景氣度可能超出我們的預期。2016 年儘管棉花價格迎來拐點且大幅上漲，但因穩定的大客戶關係、前期訂單鎖定、低成本囤棉、終端相對低迷等原因，龍頭紗企提價幅度有限且滯後。17 年以來，棉價維持在高位，海外尤其美國經濟回暖，下游品牌開始補庫存；且伴隨著棉價仍有向上預期，量價雙升趨勢開始出現。紗企龍頭已於一季度不同程度的提價。

不同於市場對棉價的反彈判斷，16 年海通紡服堅定看棉價反轉，並預期 17 年棉價前低後高震盪向上。未來棉價上漲節奏可能將於 4/5 月、8 月前後反應：隨著新棉消化完畢，我們預計 4/5 月棉價有望向上；8 月底拋儲完畢，供給大幅減少有望帶動棉價進一步向上。總體上，我們預期拋儲價格在 14500-16500 元/噸。高位棉價仍將利好資金、規模優勢的龍頭企業，淘汰落後的中小企業產能，形成自動供給側出清；且 17 年提價幅度有望超過 16 年。綜上，17 年紡企龍頭受益程度

有望超出我們此前預期。建議重點關注新野紡織、華孚色紡、百隆東方高彈性業績，以及絕對收益的聯發股份和魯泰 A。

3、關注漲價和國企改革主題。年初我們建議關注航民股份的提價行情，漲勢良好。年初至今染料提價 20% 左右幅度，未來仍有提價空間；2017 年廣東、福建等地的印染產能大範圍關停整頓，必將傳導到蕭紹地區的印染龍頭。因此，建議關注航民股份。我們認為國企改革是貫穿 17 年的大主題，推薦申達股份和新野紡織。申達股份的汽車內飾產業鏈佈局將受益集團“國際化”戰略，未來業績增長穩健且持續，且長期具有上海紡織集團資產注入預期。新野紡織受益棉花漲價、產能釋放，近兩年業績高速增長，17 年動態市盈率不足 20 倍，7 月份定增解禁，並且具有一定的國企改革預期，近期建議重點關注。

風險提示：終端需求下滑、補貼政策改變、產能擴張不及預期、棉價波動等。

農業：短期承壓，長期依然看好---近期玉米種企股價跌幅較大點評

近期玉米種企股價持續下行。以登海種業為首的玉米種企的股價在近期持續下行，我們認為主要是因為玉米調減政策影響下，玉米價格低位震盪，農民的種植收益或有下滑，導致農民對玉米的種植積極性下降，體現在購種上較往年延後，玉米種企的一季度業績有不達預期的風險。

行業集中度提升大趨勢不變，長期仍看好龍頭種企。我國種業集中度持續提升的大趨勢不會變化，長期來看，龍頭種企在產品、資金、人才等各個方面都將具有較大的競爭優勢，將是我國種業變革的最大受益者。因此我們認為如果像登海種業這樣的玉米龍頭種企短期股價連續下行，對於較長期的資金而言，或將是配股的良機。

風險提示：種業供過於求越發明顯，自然災害。

保險：財產險保費顯著改善，萬能險降幅進一步擴大

推薦保險。1) 中國平安和中國人壽公佈 2016 年年報，均超市場預期，可比口徑下的新業務價值分別增長 49%和 54%，創歷史新高。預計中國太保和新華保險年報亦表現優異。2) 預計隨著利率上行，2017 年保險公司對於固定收益類投資的收益率可普遍超過 5%，利差維持高位。同時，750 天移動平均國債收益率下滑對於準備金和利潤的負面影響減弱，利潤將恢復正增長。3) 目前股價對應中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險 2017P/EV 分別僅 0.96、0.92、0.90 和 0.91 倍，均處於歷史低位，推薦新華保險、中國人壽、中國太保。

風險提示：權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

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。