

## 宏觀經濟

### 用歷史量現在：美股、港股、A股估值

美股：各指標處於歷史中高水平。美股 PE 底部約為 8 倍，PE 頂部約為 25 倍。標普 500 PE (TTM) 歷史均值 16.5 倍，均值正/負一倍標準差為 22.9 倍、8.4 倍，最小值出現在 1980 年為 7.2 倍，最大值出現在 1999 年為 29.8 倍。目前 PE (TTM) 為 21.6 倍，明顯高於歷史均值，已經接近向上 1 倍標準差位路。美股 PB 底部約為 2 倍，PB 頂部約為 4 倍。1990 年至 2017 年，PB 歷史均值 2.9 倍，最小值為 1.9 倍 (1990)，最大值為 5.0 倍 (1999)，均值正/負一倍標準差為 2.1 倍、3.6 倍。

當前時點稍高於歷史均值。美國證券資產化率歷史均值 119.6%，最小值為 69.0% (1992)，最大值為 173.7% (1999)，2016 年為 133.2%，略高於均值位路。剔除非本土企業後的資產證券化率歷史均值 106.6%，最小值為 50.0% (1992)，最大值為 155.8% (1999)，2016 年為 124.4%，稍高於均值位路。

港股：各指標處於歷史中低水準。港股 PE 底部約為 8 倍左右，PE 頂部約為 20 倍左右。1970 年至 2017 年，恒生指數 PE (TTM) 歷史均值 14.3 倍，最小值為 6.2 倍 (1973)，最大值為 43.6 倍 (1983)，均值正/負一倍標準差為 10.1 倍、18.6 倍，目前 PE 為 13.8 倍，稍低於歷史均值。港股 PB 底部約為 1.3 倍，PB 頂部約為 2.5 倍。目前 PB 為 1.3 倍，明顯低於歷史均值，已經達到向下 1 倍標準差位路。香港資產證券化率 (剔除非本土企業) 歷史均值 23.6%，最小值為 2.1% (1990)，最大值為 58.3% (2015)，2016 年為 53.4%。

A 股：各指標處於歷史較低水準。A 股 PE 底部約為 13 倍，PE 頂部約為 45 倍。從 1996 年至 2017 年，上證綜指 PE (TTM) 歷史均值 29.9 倍，最小值為 9.0 倍 (2014)，最大值為 66.3 倍 (2001)，均值正/負一倍標準差為 13.4 倍、46.4 倍。目前 PE (TTM) 為 16.2 倍，明顯低於歷史均值。A 股 PB 底部約為 1.6 倍，PB 頂部約為 4 倍。上證綜指 PB 歷史均值 3.7 倍，最小值為 1.2 倍 (2014)，最大值為 6.8 倍 (2007)，均值正/負一倍標準差為 1.6 倍、4.3 倍。目前 PB 為 1.7 倍，低於歷史均值，處於歷史低位。從 2000 年以來，大陸資產證券化率歷史均值 51.9%，最小值為 48.5% (2000)，最大值為 07 年的 127.1%，2016 年為 68.0%。加上海外上市的中資股，資產證券化率歷史均值 91.0%，2016 年為 97.6%，略高於歷史均值。同時，從國際比較看，我們考察現在各國 PE 與 PB 在 2000 年至 2017 年所處的百分位水準 (最大值和最小值之間的分位數)。標普 500 PE 處於 49% 歷史分位，港股 PE 處於 33% 歷史分位，A 股 PE 處於 23% 歷史分位。標普 500 PB 處於 54% 歷史分位，港股 PB 處於 13% 歷史分位，A 股 PB 處於 9% 歷史分位。A 股 PE、PB 處於歷史較低的分位。

風險提示。各國金融市場大幅波動。

## 大市導航

### 傳媒：傳媒未來之巔系列深度一：汲取美日成熟運營經驗，中國 IP 衍生品市場崛起正當時

汲取美日成熟 IP 衍生品運營經驗，創新中國模式發展。美國以“超級 IP”為核心的全產業鏈佈局打造 IP 輔助市場和 IP 主題公園模式和日本深耕核心粉絲打造 ACG 周邊商品及特色授權模式都對中國企業經營 IP 衍生品具有借鑒意義：短期內可以效仿日本進行 IP 二次開發和進行高效授權，長期學習美國進行 IP 產業縱向拓展打造 IP 生態，同時將美日模式本土化經營，打造中國特色“品牌貼 IP”的衍生品開發路線。

吸取失敗教訓，塑造衍生品意識，三大風口助力迎接挑戰。通過創意設計和優良做工，直面盜版挑戰，避免影視衍生品授權開發製作同質化；IP 和衍生品同步開發、取得盈利先機，中國動漫有望走出低谷；遊戲衍生品通過跨界整合、精準投放，延長 IP 壽命、克服時效性。面臨國家大力支持正版、消費者消費習慣升級和優秀供給端的風口出現，IP 衍生品市場定能借力東風，實現突破。

全產業鏈模式成為衍生品市場潮流，IP 是全產業鏈模式的源頭及核心，多管道覆蓋消費者是關鍵。衍生品市場 IP 為王，市場集中度高，看好擁有重 IP 資產且資金雄厚的公司全產業鏈開發能力，IP 產業鏈的機動能力根據頻發變動的市場需求快速反應，IP+大眾資訊流+多管道物品流完美對接；綜合運營平臺連接 IP+品牌+授權，專業化分工明確、降低運營成本。

線上依託傳統電商平臺和衍生品電商以及票務平臺、線下發展影院櫥窗和專賣店，多管齊下加速變現。

上市公司在衍生品產業鏈各環節優勢各異，看好有強勢銷售管道、全產業鏈佈局標的。各公司在衍生品產業鏈從 IP 源頭、設計開發、製造到構建銷售管道等環節的投資著力點各不相同，全產業鏈佈局是方向。看好具有強勢銷售管道標的、全產業鏈佈局標的、和具有優質 IP 資源、尤其是動漫資源標的，相關 A 股上市公司包括：萬達院線、奧飛娛樂和光線傳媒等。

三大方向指引初探 IP 衍生品市場藍海。看好有優質 IP，尤其是優質動漫 IP 儲備的公司，如光線傳媒；看好具有場地優勢和票務平臺等銷售管道優勢的公司，如萬達院線；看好以製造業為主導的全產業鏈佈局公司，如奧飛娛樂和美盛文化以影視資源為主導的全產業鏈佈局。

風險提示。盜版風險、並購整合後不及預期、IP 運營能力不足導致衍生品開發失敗、經濟下滑導致需求不足的風險。

## 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。