

宏觀經濟

如何熬過倒春寒？

怎麼定性近期市場回檔？這是倒春寒。近期市場回檔的導火索是銀監會加強監管。近三周銀監會連發7個檔落實“金融防風險”，同業監管的加強使得之前同業委外中通過擦邊球進入權益市場的資金首先回籠，債市也受到波及。倒春寒會不會出現急劇降溫？無需多慮。針對目前資金面波動引發的倒春寒，最值得參考的是2013年的錢荒。13年6月錢荒爆發導致股市流動性驟緊，1個月內上證綜指下跌13.3%。今年會否再次爆發錢荒？我們認為無需過慮，去年以來中央政治局會議和中央經濟工作會議多次強調確保不發生系統性金融風險，預計這次政策調控會更精細。不過，世事無絕對，也存在階段性政策超調引發利率短期快速上行的情景，如果這種情景出現並導致市場短期快速大幅回檔，這將是一次很好的配股機會，13年6月錢荒出現後，月底政策開始及時糾偏，7-9月上證綜指上漲14%回到錢荒前的平臺，本質上因為基本面未惡化，資金面短期的劇烈波動影響了市場情緒。

倒春寒期如何禦寒？業績為王。震盪市階段，業績為王，盈利上漲對沖估值下移的影響。參考2013年，短暫春季行情後市場在4月開始分化，中小創走出獨立性行情，分化主要源於13年中小創一季報、中報業績超預期。2013年主機板震盪走平、中小創震盪上行，而今年可能反過來，中小創震盪走平消化估值，主機板震盪上行。面對倒春寒，另一個普遍關心的問題是前期漲幅較高的白酒、家電、中藥、電子等白馬股及建築會否出現補跌？先回顧下2013年一季度TMT大漲，機構配股也均處於歷史高點。當時也有很多人擔心TMT二季度補跌，實際上之後TMT持續跑贏市場，根本原因還是基本面強勁。

現在有人擔心白馬股，尤其是白酒、家電的交易擁擠問題，說白了就是配股太集中的問題。截止4月23日，基金一季報已披露87%，從基金重倉股行業分佈看，家電、電子回到歷史高位，白酒處於偏低水準，醫藥和建築中等偏高水準。

應對策略：戰略樂觀，戰術相持。①全年戰略樂觀，市場中期格局是中樞抬升的震盪市，核心邏輯是基本面改善，這種震盪市好比春天，氣溫緩慢回升。②短期資金面的幹擾已經出現，春天出現倒春寒，戰術上進入相持期，需要熬過金融監管加強的資金面緊張期，跟蹤政策推進情況，如果政策超調導致市場出現短期急跌是配股良機，否則宜靜不宜動，等候是一種策略。③持有一線股（確定的業績增長和政策主題），下半年看好金融。考慮到前期基金為代表的機構對消費配股確實已經提高，個股相對收益也明顯，未來出現分化的可能性更大，有業績支撐的龍頭股可能表現更佳。放長

點看下半年，重視金融股。下半年只要經濟增長平穩，就會修復對金融股的預期，而且金融監管加強最終利於大銀行。

風險提示：經濟增速下滑、貨幣政策趨緊、通貨膨脹超預期。

大市導航

傳媒：傳媒未來之巔系列深度二：從 Netflix 到四大視頻網站，中國付費視頻迎爆發期

對標海外成熟市場發展模式，中國付費視頻市場已進入爆發期。美國付費視頻行業只經歷了 10 年就已達到成熟水準（規模增速降到 10% 左右），用戶付費習慣培養成熟，觀眾中線上視頻觀看比例已超 60%，視頻網站使用者付費比例超 90%，付費視頻花銷已達人均每月 9 美元，付費內容占總觀看時長逾 40%；而付費視頻在中國的發展只比美國晚四年，當前中國付費視頻市場處於持續爆發期（規模增速 90% 左右）。我們預計未來四年中國付費視頻行業將會持續爆發，線上視頻平臺和內容製作公司將會得益于付費模式的紅利。我們認為美國流媒體巨頭 Netflix 盈利模式是未來中國上市公司發展模式的參考。

付費視頻多年積累迎爆發式增長，付費替代廣告漸趨主流。國內付費視頻 2010 年開始起步，由於台網競爭、版權意識增強、支付方式變化等多因素推動，2014-2015 年進入快速增長和爆發期。線上視頻變現管道中，廣告收入占比 57.8%，同比增長率保持平穩，會員付費增長勢頭較強，且非付費用戶付費意願較高，人均每月可達到 20 元左右，盈利空間可期。

我們認為，未來中國付費視頻年複合增長率有望達到 25%，熱門 IP 搶先看，優質資源獨家播是主流，盈利模式將逐漸向會員付費靠攏，付費會員滲透率將進一步提高，網生內容付費使用者將成為視頻門戶的發展重心。

四大視頻網站鏖戰付費視頻，商業模式各有千秋。愛奇藝、騰訊、優酷、樂視 2016 年合計用戶覆蓋率達到了 70% 以上，其中，愛奇藝在營收方面處於領先地位，2016 年營收占市場總額比達到了 13.34%。但是由於高額的內容成本，視頻網站都出現不同程度的虧損。在精品 IP 版權費不斷飆升的背景下，各大視頻網站紛紛走向自製之路。隨著付費視頻的不斷火熱，我們預計，付費視頻市場總規模有望在 2018 年突破 1000 億大關，視頻網站普遍虧損的現狀也有望得到改善。以龍頭愛奇藝為例，我們預計其將在 2018 年將實現營業利潤的扭虧為盈，進而步入更好的變現期。

上市公司精品內容頻出，網站自製劇倒逼其多元發展。2016 年，中國付費視頻市場規模達 96 億元，付費視頻使用者規模突破 7500 萬，中國成為繼北美、歐洲之後的全球第三大付費視頻市場。我們預計，2017 年中國視頻付費使用者將超過 1 億，視頻網站將取代電視臺成為影視公司最主要的收入增長來源。2016 年中國付費劇達 239 部，增長率為 564%，其中視頻網站自製劇達 112 部。我們認

為，面對視頻網站自製劇的競爭衝擊，IP 衍生品、點擊分成等是未來各大影視公司開展多元化經營的重要方向。

風險提示：市場競爭激烈，行業不達預期，宏觀經濟不景氣，大盤系統性風險。

機場服務：機場免稅招標帶來業績、估值雙重估

高端零售復蘇+海外消費回流，利好中國免稅業。從 2016 年 9 月開始，煙酒類、化妝品類、金銀珠寶類限額以上批零零售額同比均出現了明顯反彈趨勢；從各大奢侈品公司發佈的季報來看，2016 年下半年中國地區銷售增速均出現大幅改善。

2016 年本土奢侈品消費占比達 23%，較上年上升 1pct，為 2012 年以來首次出現上升態勢。2016 年下半年免稅銷售額同比增速也明顯加快。受人民幣貶值、跨境電商政策收緊、奢侈品牌集體降價影響，國內高端零售和免稅行業將迎來復蘇。

政策鬆綁，支持高端消費回流。中國宏觀經濟增速仍存壓力，加之中國消費者購買力強大，面對國人境外奢侈品消費占比逐漸攀升、奢侈品消費外流嚴重的情況，政府積極採用政策將國外消費引回國內，培育新的經濟增長點。2011 年至今，離島免稅政策出現 4 次調整，從政策物件、免稅商品品種、免稅購物次數和購物額度方面均出現放寬。2016 年初，國務院批准在 13 個機場口岸和 6 個水陸口岸各設一家口岸進境免稅店，2017 年初開始，機場進境免稅店招標集中進行。

機場免稅招標帶來業績和估值雙重估。機場公益性和收益性並存，由於公益性收費受政策限制，收益性貢獻利潤增量。從本輪機場重新招標結果來看，提成比率大幅提升，免稅店讓渡了大部分利潤給機場，機場成為免稅招標最大受益方。根據我們的測算，首都機場 2017 年招標將新增淨利潤 7.97 億元，淨利潤彈性為 38.9%（考慮 T3 中標存不確定性，若日上中標則淨利潤彈性為 33.5%）；白雲機場將新增淨利潤 3416 萬元，淨利潤彈性為 2.1%；浦東機場若 2018 年第二季度開始啟用新招標結果，分別按 48%、50%、52%提成比例計算，淨利潤彈性分別為 27.5%、29.9%、32.3%，若考慮首年溢價（假設溢價 40%），則淨利潤彈性分別為 38.6%、41.9%、45.3%。深圳機場及其參股公司成都雙流機場進境免稅店招標也將大幅提升深圳機場非航收入。機場業績均大幅改善導致機場股估值中樞下移，而機場非航收入的提升將提高機場消費屬性，有助估值提升。

投資建議。推薦 A 股中免稅招標彈性最大的上海機場，以及受益內航內線改革最大和受益深圳機場及其參股公司成都雙流機場進境免稅店招標的深圳機場。

風險提示：浦東、深圳機場免稅招標時間和提成比率不及預期。

鋼鐵：上周鋼企盈利面大幅下降

鋼企盈利面大幅下降。過去兩個月全國鋼企盈利面維持在 85%-88% 的高位。上周全國 163 家樣本鋼廠盈利面大幅下降 12.89 個百分點至 72.39%，河北 72 家樣本鋼廠盈利面大幅下降 24.66 個百分點至 57.53%。3 月以來鋼材噸鋼毛利平均下降 400 多元。

供給壓力漸顯。1-3 月全國粗鋼產量同比增 910 萬噸，粗鋼淨出口同比減少 783 萬噸，一季度國內粗鋼供給量同比增加 1693 萬噸，增幅 10.2%，預計難以消化。前期市場尤其是鋼貿商預期太高，使得淡季不淡，而進入旺季後需求並未全部兌現，尤其是製造業用鋼。我們預計一季度業績為高點，二三四季度環比下降。

美國調查鋼材進口對我國直接影響有限，或產生間接影響。特朗普 4 月 20 日簽署備忘錄，要求商務部調查鋼鐵進口是否威脅美國國家安全，報告將在 270 天內完成，特朗普希望 50 天內完成，或將涉及所有美國鋼鐵進口。經過多年的“雙反”，我國對美國鋼材出口已大幅縮小，2016 年僅為 117 萬噸，僅占我國鋼材出口量的約 1%。但美國每年進口 3500-4000 萬噸鋼材，如果以國家安全為由對進口施加限制，預計堵在美國國門之外的鋼材會衝擊國際市場，壓低價格從而影響我國價格優勢，影響我國出口和出口利潤。

風險提示：政策風險。

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。