

2017年05月17日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### A股估值安全邊際在哪？

核心結論：①05年來資料顯示主機板、中小板、創業板PE中位數30、35、40倍以下是高安全邊際，目前估值對應上證未來一年正收益概率超六成，中小創兩成上下。②估值結構性分化明顯，上證綜指、上證50處於歷史分位40%、39%，中小創板塊50%、32%，中小創中位數為63%、53%，創業板為10年來數據。③估值與業績匹配度較好行業如銀行、地產、家電、食品、白酒、電子、傳媒等。

主機板、中小板、創業板PE中位數30倍、35倍、40倍以下是高安全邊際。以周頻統計2005-16年主機板估值水準，並以上證綜指計算未來一年市場漲跌幅，統計發現主機板PE中位數30倍以下是高安全邊際，上證綜指未來一年正收益的概率超過71%，預期平均收益率29.4%；中小板PE中位數35倍以下是高安全邊際，中小板綜未來一年正收益的概率超過83%，預期平均收益率31.1%；創業板PE中位數40倍以下是高安全邊際，創業板綜未來一年正收益的概率超過93%，預期平均收益率40.4%。5月12日主機板PE中位數35倍，按所處30-35倍估值區間看，未來一年上證綜指實現正收益的概率為60.6%，預期平均收益率57.9%；中小板PE中位數51倍，按所處50倍以上估值區間看，未來一年中小板綜實現正收益的概率為11.9%，預期平均收益率-22.2%；創業板PE中位數63倍，按所處60-70估值區間看，未來一年創業板綜實現正收益的概率為31.4%，預期平均收益率-7.7%。

估值分化，上證綜指、上證50估值處歷史較低水準，中小創處偏低水準。用望遠鏡看目前全部A股整體PE(TTM)19倍，處於05年以來後43%估值分位，上證綜指、上證50指數PE(TTM)分別為14倍、10倍，處於05年以來後40%和39%估值分位，上證綜指與上證50歷史估值分位稍低，說明A股估值結構分化。再以近5年一季度淨利潤全年占比及17年一季度報預測17年全年淨利潤增速，上證指數、上證5017年淨利潤同比分別為18%、14%，17年動態PE降至12倍、8倍。從靜態估值看，中小板指、中小板、創業板指、創業板目前PE(TTM)分別為30倍、38倍、39倍、50倍，分別處於05年（創業板為10年以來）以來後38%、50%、15%和32%估值分位，整體看中小創估值處歷史偏低水準，但內部估值分化較大，中小板、創業板PE中位數分別為51倍、63倍，處於05年以來後63%、53%估值分位。以近5年一季度淨利潤全年占比及17年一季度報預測17年全年淨利潤增速，中小板指、中小板、創業板指、創業板17年動態PE分別降至27倍、35倍、36倍、44倍，歷史估值分位分別降至05年以來後22%、46%、8%和25%。

看全年業績增速，銀行、地產等行業估值匹配度較好。哪些行業估值和業績匹配度更好，安全性更高。（1）剔除 PE、PB 均處於歷史估值前 50%分位的交運、傢俱、通信行業；（2）ROE>10%，以近 5 年一季度淨利潤全年占比及 17 年一季報預測 17 年各行業 ROE；（3）PEG<1，結合 17 年預測淨利潤增速測算 PEG。最終篩選出估值與業績匹配度較好的行業（PE、ROE%、PEG）有銀行（6.7 倍、13.6、0.8）、房地產（16.8 倍、15.3、0.4）、食品（31.3 倍、16.1、0.9）、白酒（26.7 倍、21.0、1.0）、家電（20.3 倍、19.1、0.8）、電子（48.5 倍、10.1、1.0）、傳媒（37 倍、10.6、0.8）行業。

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：傳媒行業 4-5 月基本面梳理

傳媒板塊經過了過去一年多的消化估值，正在表現出它的防禦性和補漲性。從資料上看，過去一年多整個傳媒行業跌幅全行業前三名，年初以來下跌 13%；但是我們同時也發現，在大盤近期回檔的時間段，4 月 7 日-5 月 11 日期間傳媒行業的跌幅是比較少的，大盤下跌近 10%，傳媒跌幅只有 4%左右，表現較強的防禦性，我們認為儘管無法判斷後市傳媒板塊的反彈勢能，但從安全邊際上看，整體已經非常大，目前行業的整體估值已經下降到 34 倍左右，一些優質龍頭個股估值更低。

結合上述背景，我們當前的投資策略有三個：1.首推現金流比較穩定、有業績支撐的遊戲台塊，預計 2017 年手遊增速仍能維持在 40%左右，當前個股的 PEG 仍然小於 1，我們認為這波以估值修復帶來的業績推動行情仍未結束，遊戲台塊推薦“大 IP 儲備+研運一體+海外發行”組合的標的，重點推薦：三七互娛、完美世界；2.在首推遊戲台塊的同時，我們同時推薦處於底部位位的院線板塊，主要邏輯是從產業層面上 2017 年票房資料會好於 2016 年，預期 15%增速，另外二季度進口片助力整個電影市場的回暖，再加上作為管道的院線，現金流比較穩定，符合 2017 年整體投資風格，院線個股主推萬達院線；3.最後我們推薦底部佈局優質電視劇個股，主要邏輯是版權價格的高增速、與其它內容產業相比，電視劇商業模式的穩定性，三季度包括《涼生》《特工皇妃》等在內的有望形成爆款的產品的重磅作品的上映，而當前點位我們認為是佈局的底部區域。影視劇個股推薦龍頭慈文傳媒。

風險提示：大盤系統風險，票房低於預期風險。

## 軟體：美股、港股、A 股電腦行業歷史估值研究

美股電腦行業：泡沫消化，估值穩健回歸。從美股市場電腦行業歷史估值情況來看，在經歷了 2000 年的“互聯網泡沫”時期之後，電腦行業市盈率逐漸趨於理性。從 2000 年到 2017 年，美股電腦行業 PE (TTM) 歷史均值 26.89 倍，均值 $\pm$ 一倍標準差為 41.97 倍和 11.81 倍。2004 年 4 月之後，美股電腦長期處於歷史中低位。其中電腦行業在 2008 年 11 月經濟危機時期跌入歷史穀底，行業公司市盈率均值僅為 11.89 倍，在金融危機之後，美股電腦走勢開始復蘇並呈現穩步增長的態勢。目前，美股電腦行業的市盈率為 24.38 倍，已恢復接近歷史均值；港股電腦行業：歷史估值穩定，目前高於均值水準。從港股市場電腦行業歷史估值情況可以看出，港股電腦行業的整體市盈率長期穩定於歷史均值水準。從 2006 年到 2017 年，電腦行業 PE (TTM) 歷史均值是 27.5 倍，均值 $\pm$ 一倍標準差為 50.9 倍和 4.8 倍。受到美國金融危機的影響，香港的歷史最低值是 2008 年 11 月創下 6.8 倍，但這一指標仍高於向下一倍標準差位路。目前，港股電腦行業市盈率為 31.1 倍，高於歷史均值；龍頭估值差異：美股、港股龍頭均存在溢價，A 股折價現象突出。我們將 A 股和美股計算行業的整體估值與估值中位數比較以衡量不同市場龍頭的估值情況。比較發現，A 股電腦行業市值龍頭折價現象在國際比較中較為突出。A 股電腦行業整體 PE (TTM) 為 44.7 倍，估值中位數 69.1 倍，市值前十名公司整體 PE(TTM) 為 27.1 倍，相對折價 60.7%。而香港和美國股市電腦行業龍頭均存在估值溢價。在剔除淨利潤為負的公司後，美股電腦行業整體 PE(TTM) 為 31.4 倍，高於行業 PE(TTM) 中位數 27.4 倍，市值前十名公司為 35.3 倍，相對溢價 28.8%。港股中，由於騰訊在前十名科技公司市值總和中占比高達 94%，所以採用公司 PE 的簡單算術平均值，而非以市值為權重的加權平均值。統計得出，港股電腦行業平均 PE(TTM) 為 31.1 倍，高於行業中位數 20.2 倍，市值前 10 家公司 PE(TTM) 平均值為 28.7 倍，相對溢價 42.1%。

從歷史來看，美股電腦高成長公司估值都有較高溢價。我們分別篩選出過去 5 年和 3 年內（2012-2016/2014-2016），美股計算行業中淨利潤年複合平均增長速率大於 20% 的公司。統計發現，近 5 年內淨利潤複合平均增速在 20% 以上的美股電腦公司，有明顯的估值溢價。2012-2016 年的高成長電腦公司 PE 中位數均顯著高於電腦行業 PE(TTM) 均值+一倍標準差（41.97 倍）；對應歷史 PEG 均在 1.2 以上。在剔除了奇異值影響後（如 Criteo），2015 年、2016 年高成長電腦公司 PE(TTM) 平均值分別為 100.7 倍和 111.7 倍。對於 3 年內淨利潤複合平均增速在 20% 以上的公司，估值溢價更為明顯。在剔除奇異值後，2014-2016 年美股高成長電腦公司平均 PE(TTM) 分別為 144.5 倍、153.5 倍和 148.6 倍。

風險提示：電腦收購並表效應導致高基數，內生增長不及預期。

## 交通運輸：4 月快遞業務量資料：業務量增速下滑，派件費上調促結構調整

國家郵政局公佈 4 月郵政行業運行情況。1-4 月，全國快遞服務企業業務量累計完成 105.7 億件，同比增長 29.8%；業務收入累計完成 1353.9 億元，同比增長 26.1%。從日均單量資料來看，2017 前四月日均單量同比增長 30.82%，較 1 季度日均單量增速下降 2.08 個百分點。

同城業務量累計完成 25.1 億件，同比增長 24.9%；異地業務量累計完成 78.3 億件，同比增長 31.6%；國際/港澳臺業務量累計完成 2.3 億件，同比增長 26.7%。1-4 月，同城、異地、國際/港澳臺快遞業務量分別占全部快遞業務量的 23.8%、74%和 2.2%；業務收入分別占全部快遞收入的 14.5%、50.7%和 11.2%。與 2016 年同期相比，同城快遞業務量的比重下降 0.9 個百分點，異地快遞業務量的比重上升 0.9 個百分點，國際/港澳臺業務量的比重基本持平。

行業集中度提升，單價同比環比均有所下滑。從物流業景氣指數來看，1-4 月，快遞與包裹服務品牌集中度指數 CR8 為 77.4，較 1-3 月上升了 0.4。行業集中度進一步提升。從單價來看，2017 年 4 月單價同比下滑 2.27%，環比下滑 1.86%。

分項來看，同城單價下滑速度較快。4 月單月同城快遞單價收入為 7.5 元，環比下降 5.04%；4 月異地快遞單價收入為 8.3 元，環比下滑 3.8%。

1-4 月日均單量增長保持 30%以上增速，未來需要緊盯快遞業務量增速是否繼續下滑。快遞行業由於原先基數小，行業增速的業務量超預期增長屬於行業多重正向因素的疊加。隨著基數的擴張，增速雖有回落，但整體行業的發展仍處於較快增長階段。從日均單量來看，1-4 月日均單量同比增加 30.82%，預計隨著三季度旺季的到來，全年日均單量增速仍能保持 30%以上增速，但需要緊盯行業增速是否有超預期下滑風險。

三通一達派件端收費上調將提升派件終端積極性，提升快遞企業服務品質。近日快遞企業決策在原有派費基礎上上調 0.15 元/單。此舉雖是加盟商收件端和派件端收入結構的部分調整，卻表明快遞企業為了提升企業服務品質的決心。服務品質、效率提升為快遞企業高速成長期後內生增長的核心驅動要素。此次派件費上調的事件性刺激雖短期對總部盈利貢獻無較大影響（韻達、中通不計算派送收入），長期看最後一公里服務體驗提升後品牌壁壘形成，議價能力逐步增強。

我們認為，快遞板塊投資機會 2017 年發生分化。盯住業務量迅速擴張的公司。我們預計 2017 年單價將維持相對平穩態勢，盯住單件盈利能力強，全年業務量有望超行業平均的公司。關注韻達股份、申通快遞。

風險提示。行業增速低於預期；系統性風險。

## 新能源板塊：新能源汽車板塊大漲點評

行業基本面處於相對底部位罝。4月行業在無新政催化的背景下，銷量環比趨穩。展望5月，預計免徵購置稅目錄、地補、客車進入招標期三重因素將催化銷量逐步上行。我們預計地補+免徵購置稅可使得天津、江蘇銷量提升至2千輛，廣東、上海提升至3千輛，乘用車銷量將增至4萬輛左右，同時3萬公里限制催化客車旺季提前，專用車亦景氣好轉。考慮到補貼政策，我們認為若18年補貼標準調整，則17年下半年行業進入搶裝；若18年補貼標準不變（原則上19年補貼下調），

則當年行業將經歷搶裝，新能源汽車未來產業趨勢向上格局未變。

當前板塊估值相對較低，2季度估值或先抑後揚，3、4季度估值+業績或雙向提升。2季度，預計只有在鋰鈷、三元材料（前驅體）等細分領域或實現較快增長。目前板塊估值相對較低，截至昨日收盤，代表性企業天齊、國軒、中通、多氟多17年業績一致預期對應PE估值分別為24.5、18.8、7.8和24.9倍，在市場對行業未來發展預期認可度較高的前提下，行業輪動+資金推動或可使板塊估值先抑後揚，但反彈幅度相對有限。我們認為伴隨整車銷量在3、4季度的大幅提升，以及對18年銷量預期的提前反應，彼時板塊或將迎來較大行情。

建議關注新能源汽車三條投資主線。一是長期戰略意義重大的鋰鈷環節；二是材料技術革新帶來的方向性指引，推薦杉杉股份、關注道氏技術；三是爆款車型帶動的中游環節的投資機會。聚焦當前時間點，仍建議更多關注前兩條投資主線。

風險提示：政策不達預期；行業競爭加劇；行業過度擴產；產品價格波動。

## 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。