

2017年08月07日

銷售部 - 投資策略

宏觀點評

容易的錢不好賺了！

回顧過去三年，14年的債券牛市、15年的股票牛市以及16年以來的地產牛市，其本質是央行在持續放水，所以各類資產輪番上漲。14、15年降息降准，利率下降帶來了股債雙牛，而15年的房貸新政大幅降低房貸首付比例和優惠利率，直接導致一二線房價大幅上漲並延續到16年；17年地產泡沫還在頑強繼續，三四線房地產價格大幅上漲，其本質還是央行在地產市場定向放水，直接把基礎貨幣通過PSL給了棚戶區老百姓買房。

寬鬆貨幣使命終結。今年以來，商品價格繼續上漲，煤炭和鋼鐵等原材料庫存保持低位，三四線房價大漲的同時伴隨著地產庫存的快速去化，企業盈利也大幅改善，說明企業部門已經被救活了，經濟增長也穩住了，其實意味著央行寬鬆貨幣政策已經完成了歷史使命。而當前的主要矛盾是社會總債務還在繼續上升，因此去槓桿成為主要矛盾，與之相應政府也在金融工作會議中提出“穩增長、調結構、控總量”，將控總量放在了極其重要的位置，其實就是要控制貨幣總量、退出寬鬆貨幣政策。

穩健貨幣利率難降。6月央行短期大幅投放貨幣，引發了貨幣政策轉向寬鬆的憧憬。但從央行7月以來的操作來看，7月中旬以來銀行間貨幣利率穩中有升，標誌性的存款類金融機構7天回購利率從2.7%左右升至2.8-2.9%，上周央行再度重啟淨回籠，都意味著6月份央行僅是削峰填谷，穩健貨幣政策取向未變，而利率中樞也難以下降。

貨幣政策傳導失效。在過去的一兩年當中，以美聯儲為首的全球央行都陸續開始緊縮貨幣政策，但對資產價格的影響甚微，號稱全球最堅硬三大泡沫的日本債市、美國股市還有中國樓市都沒有出現明顯的拐點。在這背後的原因或在於貨幣政策傳導失效，美聯儲雖然已經三次加息，但美國長期國債利率不升反降，意味著加息對經濟和資本市場沒有產生影響。在中國也有類似的現象，雖然央行今年上半年在金融市場加息，但是商業銀行沒有馬上跟隨上調貸款利率，所以對房地產市場的影響並不顯著。如果回顧一下歷史，美聯儲在07年以前曾經17次加息，但是同樣沒能阻止次貸危機的發生，原因也在於貨幣政策傳導失效，美聯儲加息未能提高長期國債利率和對應的房貸利率。

央行改變不可忽視。雖然各國央行都把經濟增長和穩定通脹作為首要目標，但有了次貸危機的前車之鑒，大家對資產泡沫日益重視。所以我們發現央行也在努力改變貨幣政策，比如說美聯儲9月份可能開始縮表，這就是一個重要的嘗試，相當於美聯儲直接提高長期國債利率，從而疏通了貨幣傳導失效的障礙。對於中國也一樣，以前中國的銀行對於資金成本不敏感，因為可以通過影子銀行轉嫁成本，但今年中國開始強化金融監管，影子銀行無處遁形，銀行資金成本的上升最終一定會導致貸款利率的上升，5、6月份以來全國房貸利率的持續上調就是明證。

策略點評

主機板的輪漲

核心結論：①震盪市向上波段不變，中間有小波折很正常。目前上證綜指、萬得全 A 指數 PEG 為 0.8、0.9 倍，A 股整體估值盈利相匹配。②主機板輪漲源於基本面微變，前 4 個月消費白馬領漲，5 月金融+消費白馬，6 月以來週期+金融，目前三者盈利估值性價比差不多。③中期多頭思維不變，小波折無需擔憂，類似 16 年 6 月底到 11 月底，均衡持有消費白馬、金融、週期龍頭，主題重視國改。

多頭格局出現小波折很正常。（1）6 月 4 日報告《再次開啟多頭思維》我們將觀點由謹慎轉向樂觀，核心邏輯是判斷金融監管政策趨緩和資金面將轉好。6 月以來金融監管政策力度溫和、利率有所回落，股市上漲，我們的邏輯被不斷驗證。整體上，在十九大召開前政策偏暖基調不會變，震盪市中階段向上邏輯仍在，即便中間有小波折也無需擔憂，好比 2016 年 6 月底到 11 月底，中間雖有小回撤，不改變向上波段的格局。（2）我們選取了幾個代表性綜合指數，上證綜指、滬深 300、WIND 全 A，來看目前 A 股盈利和估值匹配度是否合適。各個綜合性指數估值和盈利匹配度較合適，A 股整體較為“健康”。但是 A 股內部也存在較大的結構分化，上證 50 和創業板差異最為明顯。

主機板輪漲本質是反映基本面。（1）今年主機板輪漲明顯：消費白馬→金融→週期。今年以來市場板塊輪動現象較為明顯，主要是主機板的輪漲，1-4 月以白酒、家電為代表的消費白馬表現最為突出，5 月開始擴散至以銀行、保險為代表的金融股。6 月後消費白馬開始休整，有色、鋼鐵、煤炭等週期股開始啟動，金融股表現依然較好。週期股上漲受益於供需兩側改善，其中需求側主要表現為經濟韌性超預期，供給側改革力度較強。（2）今年以來消費白馬、金融、週期經歷了一番輪漲後，站在目前時點，我們有必要從估值盈利匹配角度出發看看哪些行業性價比較高。比較 2017 年動態 PE 與預測淨利潤增速（朝陽永續一致預期），家電、汽車、房地產、煤炭、鋼鐵、建材，非銀、銀行估值盈利匹配度較好。

策略：主板戰場的均衡配置。（1）繼續多頭思維，不懼短期波折。6 月 4 日《再次開啟多頭思維》以來看多的邏輯未變，金融監管政策趨緩、資金面平穩、經濟基本面韌性強，多頭格局不變，不用糾結於空間。此外市場的演繹從來都不是線性的，而是螺旋式的發展，上證綜指 6 月、7 月漲幅分別為 2.4%、2.5%，去年 2 月以來月漲幅均值為 1%，近兩個月市場已經累積了較大漲幅，短期出現小波折也很正常。震盪市階段向上的邏輯未變，政策面未趨緊前，保持多頭思維。（2）堅守價值風格，消費白馬、金融、週期龍頭均衡。我們一直強調，風格取決於盈利趨勢和投資者結構，價值風格不變，目前家電、汽車、房地產、建築、建材、銀行估值盈利匹配度較好。此外上半年市場對國改預期較低，下半年迎來十九大，國改尤其混改有望實現突破。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

行業與主題熱點點評

建材：周觀點：價格逐步止跌回穩，建材有望跟漲黑色

價格逐步止跌回穩，建材週期品有望跟漲黑色。近期建材週期品（水泥、玻璃）股價有所回檔，原因一方面是落後產能督察結果導致市場認為行業供給側改革力度偏弱，另一方面是淡季價格回檔，基本面缺乏亮點。短線看，我們認為經過一波回檔後，市場預期有所回落，目前對水泥、玻璃可以樂觀一些：首先，8月中旬後，氣溫將逐步回落，工程施工進度相應加快，預計水泥、玻璃價格有望逐步止跌回漲，基本面將迎來環比改善時間視窗；其次，近期黑色系商品期貨特別是螺紋鋼持續大漲，週期板塊行情強勁，從資金博弈角度看，預計建材有跟漲空間。中線看，水泥在供給側改革政策環境下，協同力度大幅提升，主動停產不斷，加之環保高壓被動停產，使得盈利攀至高位後產量仍被持續壓制；而玻璃行業經過 2015 年市場化去產能，目前產能利用率已回至較高水準。我們認為只要需求端不出現明顯回落，水泥、玻璃盈利水平均有望實現高位均衡。若 7 月信貸及地產資料良好，預計水泥、玻璃行情有望持續。標的推薦海螺水泥（受益協同、價值低估）、西藏天路（區域產能缺口）、華新水泥（景氣底部外延，業績高彈性）、金圓股份（受益西藏水泥缺口外溢）、旗濱集團（景氣底部外延，業績高彈性）。

看好品牌裝飾建材龍頭。近期市場擔憂 3、4 線城市地產銷量下滑，加之風格波動，東方雨虹等股價有所回檔。我們認為品牌裝飾建材龍頭的主邏輯是市佔率的提升：目前龍頭公司市佔率均不到 7%，“大行業小公司”特徵明顯，隨著消費升級推進以及地產集中度提升，預計品牌裝飾建材龍頭市場份額將相應提升，業績有望穿越地產週期。近期股價回檔已對地產銷售回落預期有所消化，目前東方雨虹、偉星新材、兔寶寶、北新建材等 PEG 估值均在 1 倍附近，估值合理，看好。

重點推薦玻纖行業優質龍頭中國巨石。由於玻纖是可貿易品，且下游需求集中於製造業。海外經濟復蘇勢頭明確，同時國內週期行業盈利回升後設備更新改造投資將利好製造業，預計玻纖後續需求趨勢向好。公司作為國內玻纖絕對龍頭，受益於良好的公司治理結構及優秀的管理層，具有領先全球同行的成本控制、享有一定幅度的品牌溢價，且技術工藝上與海外巨頭亦不斷縮小差距，隨海外產能佈局穩步推進有望成長為全球玻纖絕對龍頭。

此外，2016 年以來隨著鋼鐵等下游行業盈利持續提升，耐火材料行業回款情況有明顯改善，基本面呈現邊際改善。同時由於地方政府嚴控菱鎂礦開採，鎂紗價格年初以來大幅上漲，預計有望利好具備上游菱鎂礦資源的耐材企業，建議關注北京利爾。

風險提示：投資超預期下滑，房地產持續低迷。

傳媒：板塊觸底，行業政策環境正在改善

近期板塊監管環境改善，人氣回暖。堅持龍頭與業績薦股，看好中報增速好的行業：遊戲（完美世界、遊族網路、三七互娛），影視（新文化、捷成股份、慈文傳媒），教育（威創股份、百洋股份、世紀鼎利）。行銷關注思美傳媒、華誼嘉信。7 月組合-3.17%，指數-4.70%。8 月組合完美世界、新文化、百洋股份、慈文傳媒、遊族網路、思美傳媒、唐德影視、捷成股份。

風險提示：市場風險、行業相關政策風險、個股業績增速不及預期風險等。

有色金屬：最新力薦組合“科威特”：鋰電三新

鋰、鈷、稀土磁材、銅箔和硫酸鎳構成【能量五金】，守正居奇：8月組合廈門鎢業周漲幅超12%。

推出新的投資組合“科威特”：科達潔能、威華股份和江特電機。推薦這三個標的大邏輯是國內的鹽湖、鋰雲母或是鋰輝石資源，都會受益於下游需求增加：產量增長或者價格提升。

科達潔能（和海通煤炭組合作覆蓋）的投資邏輯很清晰：最低估值的鹽湖股。威華股份和江特電機的邏輯有些相似，當前鋰電利潤不高，如果未來業務規模化，PE有望快速下降。

此外，環保端引發的供給側改革不斷蔓延。大金屬中電解鋁是需要堅守的品種。小金屬中，稀土（鐳釹、鎢、鈹）、鉬、鎢和銻價格普漲，看好對應板塊個股邊際利潤也將不斷改善。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期，A股系統性風險。

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。