

2017年08月18日

銷售部 - 投資策略

## 行業與主題熱點點評

## 傳媒：重點個股表現亮眼，堅定看多板塊邏輯

近期板塊情緒持續升溫，我們底部推薦的唐德影視、新文化、完美世界、百洋股份等重點個股持續有亮眼表現。板塊需求旺，人氣不斷提升，看好遊戲、影視、教育三行業觀點，重點細分龍頭、低估值真成長：

- 1) 影視：新文化、唐德影視、慈文傳媒、捷成股份、華策影視；
- 2) 遊戲：完美世界、三七互娛、遊族網路、中文傳媒；
- 3) 教育：百洋股份、威創股份；
- 4) 細分行業優質個股：新經典、思美傳媒。

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。

## 【策略專題報告】中國各行業龍頭全球對比如何？——A股國際化系列 4

核心結論：①美國服務業 GDP 佔比約 82%，遠超中國的 52%，美股中資訊技術、醫療保健、日常消費市值和淨利潤占比遠超 A 股。A 股大部分行業估值高於美股，而整體估值低於美股源於銀行、能源板估值較低。②對比海外，中國的石化、鋼鐵、白酒、家電、家居、地產行業龍頭市值已居前，有色、化工、建材、服裝、醫藥、科技、券商等仍在追趕階段。③對比海外龍頭，中國的銀行、週期（除有色）、地產估值更低、淨利潤增速更高，消費、科技已經與國際接軌，略高的估值匹配較高的淨利潤增速。

俯瞰中美經濟結構差異。服務業在中國 GDP 中佔比 52%，而在美國佔比約 82%。中國工業類行業 GDP 佔比達 34%，而美國僅 13%，農林牧漁行業在 GDP 中佔比為 6%，而美國僅佔 0.9%。並且美國的服務業佔比明顯高於中國。從市場的角度觀察中美行業結構差異。從市值來看，截至 2017 年 8 月 16 日，A 股中市值佔比最高的前四個行業是銀行（16.5%）、工業（16%）、原材料（10.6%）、資訊技術（6.5%），美股中市值佔比最高的四個行業分別為資訊技術（24%）、醫療保健（13%）、工業（10%）、日常消費（8.3%）。美股中資訊技術、醫療保健、日常消費板塊市值佔比明顯高於 A 股。

A 股大部分行業估值和盈利仍高於美股。雖然 A 股整體估值低於美股，但大部分行業估值水準仍高於美股。截至 2017/8/16 日（下同），標普 500、道指的 PE(TTM)分別為 21 倍、18 倍，上證綜指 PE(TTM)為 15 倍，整體來看 A 股估值比美股低。但從細分行業的估值 PE(TTM)（下同）來看，A 股中大部分行業的估值仍高於美股，尤其是技術硬體與設備（A 股 41 倍、美股 17 倍）、半導體（A 股 38 倍、美股 20 倍）、生物製藥（A 股 35 倍、美股 20 倍）、軟體服務（A 股 43 倍、美股 28 倍）等板塊。銀行、中石油、中石化等大盤股在上證 A 股總市值占比達 29%，因為銀行、能源板塊在 A 股中市值佔比大，而估值低，拉低了整體市盈率。A 股中大部分行業不僅估值高於美股，淨利潤增速也普遍高於美股。對比中美各行業 2016 年淨利潤增速，A

股中大部分行業淨利潤增速均高於美國。A 股 16 年淨利潤增速領先的大部分是地產、消費品等板塊，而美股淨利潤增速領先的行業則主要是新興產業和金融板塊。

對標龍頭，哪些已經領先？哪些仍在追趕？週期板塊：國內石化、鋼鐵龍頭市值規模與海外龍頭相近，但有色、化工、建材龍頭企業市值規模小於海外。除有色以外，國內週期行業龍頭股估值更低，盈利能力更強。消費板塊：國內白酒、家電、家居龍頭市值規模已經領先，服裝、醫藥龍頭市值規模較小。A 股消費龍頭已經與國際接軌，家電、汽車、服裝行業存在龍頭股估值折價。科技板塊：高估值對應高盈利，市值規模仍在追趕階段。金融板塊：A 股銀行龍頭股估值低、盈利能力強，券商、保險龍頭股估值高於海外。地產板塊：國內地產開發企業市值規模已超海外龍頭，估值更低、盈利能力更強。

風險提示：海外地緣政治風險，經濟超預期下行風險。

### 【金融工程專題報告】“量辨”第一期：中國經濟下行風險猶存——利差曲線與中國經濟增速的相關性分析

海通量化團隊全新欄目：“量辨”。“量辨”是海通量化團隊全新推出的欄目，意在通過一些基礎的數量化技術，對經濟、金融和證券市場上的現象或規律進行辨別、分析和挖掘。該系列並無明確或統一的主題，也不提供具體的投資策略，定位於天馬行空的思考和簡單直接的論證，以期積“量變”達“質變”，幫助投資者更加全面深入地瞭解市場。

根據美國歷史資料，利差倒掛是經濟衰退的徵兆。在過去的 40 年中，美國市場主要出現過 5 次利差曲線倒掛（長期利率低於短期利率），且每次出現利差倒掛之後，都伴隨著失業率的大幅攀升和經濟衰退。

中國利差倒掛與經濟衰退的關係從歷史資料看並不明朗，但仍值得關注。一方面，中國債券市場起步較晚，流動性與市場機制的成熟性相比美國等發達國家仍有不小的差距，並且受到政府的管制也更多，因此不成熟的債券市場可能使得利差曲線對於經濟的預測作用受到影響；另一方面，嚴格意義上來說，中國經濟在近 20 年來還未經歷過真正意義上的衰退，即使在 2008 年的金融危機期間，中國 GDP 增速仍高於 6%，這使得無法通過歷史資料進行有效的分析。

中國利差曲線與 GDP 增速存在較強的相關性，且利差與滯後 4-5 季的 GDP 數據相關性最強。對歷史資料進行量化分析可以發現，中國的利差水準（10 年期-3 年期）與滯後 4 到 5 個季度的 GDP 增速相關性最高。如果根據這個結論，那麼近幾個月來中國利差曲線的下行，甚至在五、六月份一度出現利差倒掛，這可能預示著中國經濟增速在 2018 年第 2 或第 3 季度會放緩。

今年以來，受中國經濟回暖影響，大宗商品（銅、鐵礦石）以及澳元匯率均觸底反彈，迎來短期新高，但考慮到中國經濟明年出現下行可能，這種反彈或不可持續。以往經驗來看，中國經濟與銅、鐵礦石等大宗商品價格以及澳元、巴西利亞等相關資源出口國家貨幣匯率走勢息息相關。今年以來，這些商品和貨幣匯率暫時均未出現下跌。但在未來，如果中國經濟開始低迷，相關商品價格和貨幣利率必會大受影響，在進行大類資產配路時應注意規避相關風險。

風險提示：中美經濟環境差異導致預測出現偏差，歷史規律在未來失效以及國內相關政策變化的風險。

## 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。