

2017年10月20日

銷售部 - 投資策略

宏觀

中國邁向新時代，未來30年的宏偉藍圖——十九大開幕報告解讀

2017年10月18日，十九大開幕，新華網發佈報告全文，我們的解讀如下：

新時代我國的總任務：建設社會主義現代化強國，實現共同富裕

改革開放後，我國提出“三步走”戰略目標。報告提出，目前人民溫飽、人民生活總體上達到小康水準目標已提前實現。從現在到2020年，是全面建成小康社會決勝期。從2020年到2035年，基本實現社會主義現代化。

從2035年到2050年，把我國建成富強民主文明和諧美麗的社會主義現代化強國。

新時代我國社會主要矛盾：追求美好生活與不平衡不充分的發展之間的矛盾

報告提出，新時代我國社會主要矛盾是人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分的發展之間的矛盾。目前我國已基本建成小康社會，但貧富差距依然嚴重，人民生活目標已從解決溫飽、奔小康轉向追求更美好的生活。

新時代我國發展理念：創新、協調、綠色、開放、共用

報告提出，堅持新發展理念。發展是解決我國一切問題的基礎和關鍵，必須是科學發展，必須堅定不移貫徹創新、協調、綠色、開放、共用的發展理念。

新時代我國經濟建設：從高速增長到高品質發展

報告提出，我國經濟已由高速增長階段轉向高品質發展階段，正處在轉變發展方式、優化經濟結構、轉換增長動力的攻關期。具體來看：

一是深化供給側結構性改革，建設現代化經濟體系，必須把發展經濟的著力點放在實體經濟上，把提高供給品質作為主攻方向，包括加快建設製造強國、支援傳統產業優化升級、加快發展現代服務業、堅持三去一降一補。

二是加快建設創新型國家，創新是引領發展第一動力，是建設現代化經濟體系戰略支撐，包括強化基礎研究、加強應用研究，加強國家創新體系建設。

三是實施鄉村振興戰略，農業農村農民問題是關係國計民生的根本性問題，包括堅持農業農村優先發展、鞏固完善農村基本經營制度，深化農村土地制度改革，完善承包地“三權”分置制度，構建現代農業體系等。

四是實施區域協調發展戰略，包括支援貧困落後地區發展，發展城市群、加快市民化，京津冀協同發展，建設雄安新區等。

五是加快完善社會主義市場經濟體制，包括完善產權和要素市場化配置，深化國企改革發展混合所有制經濟，全面簡政放權，創新和完善宏觀調控，完善消費機制和投融資機制，加快建立現代財政制度，發展直接融資及多層次資本市場，健全金融監管體系等多個方面。

六是推動形成全面開放新格局。具體包括推進一帶一路建設，推進貿易強國建設，優化區域開放佈局，創新對外投資方式等。

新時代我國人民生活：建設美麗健康中國，具體包含：

一是推動文化事業和文化產業發展，滿足人民過上美好生活的新期待，必須提供豐富的精神食糧，包括深化文化體制改革、完善公共文化服務體系、健全現代文化產業體系和市場體系。

二是優先發展教育事業，建設教育強國是中華民族偉大復興的基礎工程，必須把教育事業放在優先位置。發展素質教育、推動城鄉義務教育一體化發展、完善職業教育和培訓體系。

三是加強社會保障體系建設，房住不炒。按照兜底線、織密網、建機制的要求，全面建成覆蓋全民、城鄉統籌、權責清晰、保障適度、可持續的多層次社會保障體系。具體包括全面實施全民參保計畫，房住不炒，保障供應。

四是實施健康中國戰略。人民健康是民族昌盛和國家富強的重要標誌。要完善國民健康政策，為人民群眾提供全方位全週期健康服務。

五是加快生態文明體制改革，建設美麗中國。推進綠色發展，著力解決突出環境問題，加大生態系統保護力度，改革生態環境監管體制。

經濟增速回落，地產銷售轉負——3度經濟資料點評

經濟增速首現回落。3季度GDP同比增速6.8%，為本輪回升週期的首度回落。從需求看，消費貢獻上升，投資基本持平，而出口貢獻回落。從產業看，第一產業貢獻上升，第二產業回落，第三產業持平。綜合來看，3季度經濟回落的主因是出口和工業，而消費和服務業則是經濟的中流砥柱。

工業反彈基礎不牢。然9月工業增速小幅回升至6.6%，但受7、8月低迷拖累，3季度工業增速仍較1、2季度小幅回落。從各行業增速看，則是下游旺、中游溫、上游冷。而從主要工業品產量增速看，則是漲少跌多。雖然發電量和上游的原煤產量增速有所回升，但中游粗鋼、水泥、有色金屬產量增速普遍回落，下游汽車產量增速也繼續下滑。這意味著工業反彈的基礎並不牢固。

投資增速緩中趨降。從支出法看3季度投資的貢獻率較2季度持平，但由於3季度GDP增速回落，投資仍舊對經濟形成拖累。3季度投資增速大幅回落至5.8%，且製造業、基建、房地產三大類投資增速全線下滑。從單月增速看，9月投資增速反彈至5.7%，但仍處年內低點，基建、地產小幅回升，但占比最高的製造業投資再度走弱，而這也意味著設備投資週期仍未啟動。從中觀行業看，價格上漲令上游行業盈利改善、壓縮中下游行業盈利空間，導致上游投資回暖、中下游投資放緩。

消費增速短期反彈。雖然從支出法看3季度貢獻率上升，但3季度各口徑的零售增速均較2季度回落，僅在9月短期反彈。分品類看，必需消費漲跌互現，主要緣于居民仍在加杠杆，還債壓力上升擠佔消費。可選消費中，占比最高的汽車類零售低位持平，去年購車優惠提前透支了需求；地產相關的家電、傢俱、建材類零售漲跌互現，前期地產銷售冲高回落，對地產相關消費的拖累正逐漸顯現；占比次高的石油及制品類零售回升，主因油價上調，是消費短期反彈主因。

地產銷量再現負增。9月全國地產銷量增速-1.5%，由正轉負並創15年4月以來新低。而3季度地產銷量增速也僅1.1%，較上半年的16.1%大幅滑落。地產銷量跳水的原因主要有三個方面：一是三四線地產去庫存見效，棚改貨幣化安置政策力度減弱；二是房貸利率持續上行，9月35大重點城市首套房貸利率已升至5.22%；三是地產調控力度不降反升，9月底多地出臺新一輪限購限售政策，而銀監會嚴查消費貸。3季度，雖然土地購置依然高增，但受銷售低迷拖累，新開工增速由上半年10.6%跳水至1.4%。

從高增長到高品質。前三季度GDP同比增速6.9%，4季度保增長壓力不大。而隨著地產銷量重回下行通道、上游漲價壓縮中游利潤，以及環保限產來襲，我們預計4季度經濟增速或繼續回落。未來經濟增長將從速度至上轉為品質優先，以往依靠工業投資拉動經濟的老路已走不通，放水刺激經濟必要性大幅降低。當前央行仍在“削峰填穀”，DR007仍在2.8%-2.9%附近，9月末的定向降准釋放的流動性規模非常有限，絕非大水漫灌，對應的基礎貨幣需要到2018年才釋放出來，貨幣政策依然中性，在國內地產泡沫嚴重、美國加息縮表的背景下，也不具備大幅放水空間。

金融工程

分析師薦股報告是否具有超額收益

業績基準的選擇。分析師推薦股票是否存在超額收益一直是市場關心的話題。由於被推薦股票的大小盤、價值成長風格迥異，使用固定寬基指數作為基準並不合適。本文按照股票風格特徵，選擇與被推薦股票類似市值、估值股票的等權組合作為基準，以控制風格因素對股票收益的影響。

買入評級報告滯後於股票超額收益的啟動。研究發現，在分析師報告前20個交易日，被推薦股票便具有顯著的超額收益。

買入評級報告發佈後的超額收益並不穩健。從時間維度看，各年度分析師推薦股票的超額收益符號並不一致；從截面特徵看，雖然超額收益均值大於零，但中位數小於零。這表明，收益分佈右偏，高收益股票拉升整體均值。

上調買入評級報告更具價值。單獨考察被上調至買入評級的報告發現，報告發佈前後，被推薦股票均具備更高的超額收益。在報告發佈後一個月內，超額收益均值、中位數都大於零。因此，根據上調至買入評級報告進行投資，在未來一個月內大概率能夠獲得超額收益。

2017年分析師薦股效果顯著。無論是買入評級還是上調至買入評級報告，在報告發佈後1-3個月，股票超額收益均持續上升。尤其是上調至買入評級股票，在報告發佈後1個月的超額收益均值為2.09%，3個月的均值為4.26%。

控制其他因素後，分析師推薦股票構建的股票池具有顯著的正向截面溢價。分析師推薦股票具有一定前期漲幅，而A股市場中較高的前期漲幅會對股票未來收益起到負向作用。通過截面回歸，控制風格、技術、基本面、行業等因素後，分析師最近一周推薦的股票在未來1-3個月分別能夠獲得0.58%、0.90%、1.18%的超額收益。

風險提示：歷史規律變化，統計模型失效。

行業點評

鋼鐵：鋼鐵盈利將中高位徘徊

近期鋼價回檔，但盈利能力仍維持高位。近期期螺期板最高點下跌500元左右，近一個月下跌200-300元，但現貨幅度卻大不相同，一個月內看，如果按照現貨調整幅度大小看，依次為螺紋、線材、冷軋、熱軋、中板，其中中板價格還是上漲的，由於期間成本下降約50元，因此部分品種盈利能力實際並未受影響。

提前限產對市場是利好。唐山、石家莊、邯鄲提前限產，對供需可以起到緩衝的作用，但由於市場擔心中長期邏輯，因此這兩天仍在回檔之中。

預計盈利能力將在中高位徘徊。需求下行已經明確，無論製造業還是建築業，但由於提前限產及即將到來的正式限產，我們預計特別是前期淘汰的產能不能回來，因此產能利用率仍將在高位，而盈利能力也將在中高位置震盪。

看好板材企業。由於板材需求不太受季節性影響，因此我們預計相對建築業用鋼，板材未來一個季度的需求仍將保持相對穩定。

風險提示。行業波動性仍存；政策風險。

房地產：9月銷售同比趨弱，後期開工恐受拖累

統計局公佈9月資料。1-9月全國房地產開發投資累計同比增長8.10%，同比1-8月微增0.2個百分點。1-9月，全國房地產開發企業房屋新開工面積累計同比增加6.80%，增速相比上月回落0.8個百分點。

9月銷售環比大漲，同比走弱。9月當月的商品房銷售面積為1.7億平米，環比增加43.31%，同比下降1.50%。9月當月的商品房銷售額為1.38萬億元，環比增加43.32%，同比增長1.64%。

土地購置上升導致開發商更加依賴於銷售回款，而下半年銷售增速不及上半年增速，導致新開工和投資受拖累。預計後期階段，新開工、投資增速將維持下行趨勢。預計以上因素將對未來1、2線調控力度構成影響。

風險提示。房地產調控政策繼續加碼，信貸收緊。

汽車與零配件：紅九月超預期，看好中國汽車全球崛起

- 1、自8月底以來強調，傳統汽車將陸續進入傳統“金九銀十”旺季，我們根據歷史表現、今年景氣度、當前估值和市場預期差，堅定推薦下半年旺季彈性開啟，關注整車估值修復。
- 2、汽車銷售趨向於品牌和產品驅動，集中度在明顯提升，進入大玩家格局，自主崛起格局不變。當前時點，我們認為，終端需求有序增長，預計“金九銀十”+“年底優惠退出”將有效帶動需求提升釋放，年底低端品牌旺季彈性較大，建議關注龍頭公司上汽集團，以及高貝塔品種眾泰汽車等。
- 3、我們自8月中旬以來明確看多汽車紅九月；乘用車消費旺季“金九銀十”來臨，市場過度悲觀于高基數，但我們認為旺季+年底衝量仍能帶動穩健的同比增長。建議重點關注吉利汽車、眾泰汽車、上汽集團、華域汽車、廣汽集團、浙江仙通等。
- 4、看好中國汽車的全球崛起：①中國汽車正處空間大、產業鏈長、突破趨勢已成的投資黃金期。②新能源汽車帶來彎道超車機遇，雙積分強化先發優勢，比亞迪、眾泰、江淮等受益“補貼+積分”雙重利好、價值重估。③強自主崛起，有望狙擊日韓品牌，吉利、傳祺、榮威、眾泰等各出奇招與外資分庭抗禮，並有效提升單車盈利。④汽車國企具有長期技術積澱和規模優勢，國企改革釋放新活力，機制創新帶來盈利拐點預期，關注一汽轎車、東風汽車、金龍汽車等。⑤零部件崛起追隨汽車強國同步，進口替代+並購外延加速成長，建議關注低估值零部件龍頭中鼎股份、廣東鴻圖、得潤電子等。

風險提示：汽車景氣大幅低於預期，系統性風險大幅釋放。

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。