

2017年11月13日

銷售部 - 投資策略

宏觀

全球貿易降溫，重視週期規律

10月外需回落。本輪中國經濟的回升離不開全球復蘇的貢獻，去年中國出口下降了-7.7%，而上半年出口增速由負轉正，2季度出口增速高達9.3%，但最新10月份的出口增速降至6.9%，反映外需出現回落跡象。

全球貿易降溫。而10月外貿減速的不僅是中國，韓國、中國臺灣地區出口增速也在下降。而反映全球貿易的bdi指數從10月最高的1588降至11月的1464，反映中國外需的中國出口集裝箱運價指數在7月末最高達到874，目前降至784。

美國經濟減速。從中國分區域出口來看，對歐洲和日本依然穩定，但對美國出口增速顯著下降，而這也與各國10月PMI的表現一致。從韓國和臺灣地區10月出口增速看，對美出口均大幅減速，其中韓國對美出口增速從29%降至-12%，臺灣地區對美出口增速從20.6%降至0.6%。

國內需求下滑。10月中國進口增速從18.6%降至17.2%，從進口數量觀察，10月我國對鐵礦石、原油、銅進口增速均下降，原材料進口增速的回落反映了國內總需求的下滑。10月韓國對華出口增速從23%降至13%，中國臺灣地區對大陸出口增速從37%降至6.5%，也反映國內總需求的下滑。

利率影響需求。因此，從10月以來製造業PMI和全球貿易資料的表現來看，歐洲和日本經濟依然強勁，但美國和中國經濟均有減速。我們認為，全球經濟的表現和貨幣政策有關，歐洲日本依然在維持零利率和量化寬鬆貨幣政策，而中美的貨幣政策均在繼續收緊。本輪全球經濟復蘇歸功於超級寬鬆的貨幣政策，而未來的主要風險也來自於利率上升。

重視週期規律。美國的歷史經驗表明，雖然股價、經濟長期來看持續創新高，但總免不了週期性的波動。自上輪美國經濟週期在07年12月結束以來，到目前為止已經持續了10年時間，離歷史最高值只差8個月。而中國經濟本輪的回升一方面受益於全球經濟復蘇，另一方面受益於房地產超級繁榮週期，但如果這兩個因素都遭遇挑戰，那麼未來經濟下行風險還是值得高度重視。

通脹暫不足慮。10月中國CPI超預期上行至1.9%，PPI維持在6.9%高位，通脹風險有所升溫。而10月以來油價大漲，也引發了通脹預期從PPI向CPI傳導的擔憂。但從全球看，雖然目前全球各國PPI普遍高企，但均未能傳導到CPI的大幅上行。我們認為最主要的原因在於經濟復蘇源於貨幣寬鬆，但低利率最有利的是股價和房價等資產價格，因而寬鬆貨幣可以提升高端消費，但難以全面提升總需求和消費物價，通脹風險暫不足慮。

策略

穩健者遠行

市場回暖源於自上而下的熱點發酵。①未來仍需警惕金融監管及美聯儲縮表加息。10月29日的月報《短期警惕兩大擾動因素》提出短期關注金融監管及美聯儲縮表加息兩大擾動因素，11月第一周市場如預期下跌，第二周卻止跌回升，那麼這是源於兩大擾動因素消失嗎？我們認為事實並未如此。從國內看，對金融監管的擔憂已引致債市下跌，10年期國債到期收益率正在加速上行，從10月27日的3.83%升至11月10日的3.90%，創2014年10月以來新高。從國外看，上周海外市場表現不佳，歸根到底源於全球進入緊縮貨幣週期。②自上而下的熱點發酵助推上周市場回暖。今年以來食品和家電漲幅分別為55.2%、50.8%，累計漲幅已經不低，從估值和業績匹配度看目前性價比也不高了，11月以來上漲行情主要是由陸港通北上資金調倉所致。以5G和半導體為代表的成長板塊估值和業績匹配度不是最優，上周上漲可歸結為自上而下的熱點發酵。

盈利決定市場趨勢。①16年1月底以來盈利決定市場趨勢，中期市場中樞抬升源於業績改善。自2016年1月底上證綜指2638點時提出熊市結束，市場步入類似春天的震盪市，盈利增長推動震盪市中樞抬升，這個格局目前未變。剔除16年1月底以來發行的新股後，A股共有2804檔股票，其中16年1月底至今股價上漲（下跌）家數占比為63.6%（36.4%），對應17Q3累計淨利同比為21.8%（-2.3%）。②短期市場上漲動力不足，波折調整空間也不大。從目前時點至18年3-4月，市場基本處於業績空窗期，在盈利決定市場走勢的邏輯下，短期市場上漲的動力不足。雖然行情可能面臨波折，但由於投資者結構已經漸變，機構投資者占比不斷上升，從15年末的36.2%提升至17Q3的39.2%，市場整體的波動性變小。

應對策略：業績為王。①中期繼續樂觀，短期偏謹慎。展望未來，中期盈利回升趨勢格局未變，加之國內外機構投資者陸續入場，我們對後市依舊樂觀。新時代基本面特徵表現為經濟平盈利上，這源於產業結構升級、行業集中度提升、企業國際化加快，2018年3-4月各類資料公佈期能逐步確認此趨勢。短期維持謹慎，市場目前仍是震盪格局，震盪市就會有漲有調，累積一定漲幅後短期負面因素值得重視，重點關注金融監管與美聯儲縮表及加息兩大擾動因素。②堅守業績為王，龍頭效應整體不變，當前金融+消費白馬，中期佈局新時代新產業。未來業績差異會使得個股出現分化，整體龍頭效應不變，這源于行業集中度提升和機構投資者占比提高。先進製造業是中期投資主線，不急一時，未來1-2年的先進製造業股價表現可能像過去1-2年煤炭鋼鐵，整體上行，但一波三折，成長屬性和週期屬性的股價特徵不同於消費屬性，波動性大。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、通脹超預期。

金融工程

市場短期重拾升勢

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為4.88%，相對前一周（5.35%）小幅下降，高於3%的閾值，市場處於上漲市，且指數處於20日均線之上。在上一輪上漲市（2016.07.06-2016.12.21）中，Wind全A指數先抑後揚，回檔3.32%後開始震盪上行，最高漲幅達到8.93%。指數進入本輪上漲市以來已上漲3.16%。從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（0.86）有所回升，一周均值为1.27，意味著當前市場的流動性高於過去一年平均水準1.27倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率大幅下降，週五為0.62，低於前一周（0.82），體現出投資者對上證50ETF樂觀情緒的上升。漲停板封板率全周均值为65%，賺錢效應相對前一周（53%）大幅上升。量化指標普遍樂觀。

日曆效應上，2005—2016這12年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在十一月的上漲概率分別為67%、58%、75%和83%，漲幅中位數分別為2.77%、1.83%、3.32%和3.81%，市場十一月上漲概率較大。

事件驅動上，1.證監會11月10日核發7家IPO批文，籌資總金額不超過32億元，規模低於前一周的5家54億元。2.新一屆發審委自10月17日履新以來，一直從嚴審核，近一個月的IPO過會率僅為57%，而2016年1月以來按月統計的通過率均不低於74%。IPO趨嚴有利於證券市場健康發展，同時對處於低位的次新股形成利好，近一周深次新股指數取得了4.50%的漲幅。3.證監會發言人11月10日表示，證監會將強化對上市公司年末突擊進行利潤調節行為的監管力度，交易所也正在研究優化退市財務類指標，完善退市制度。在“嚴進寬出”的趨勢背景下，白馬藍籌和績優次新在現階段將更具投資價值。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

行業點評

石油化工：深化氣價改革，進一步推進價格市場化

國家發展改革委印發關於全面深化價格機制改革的意見。2017年11月10日，國家發改委印發了《關於全面深化價格機制改革的意見》（下稱意見）。意見指出，進一步完善成品油價格形成機制，深化非居民用天然氣價格市場化改革，適時放開氣源價格和銷售價格，完善居民用氣價格機制。

繼續執行“管住中間、放開兩頭”改革思路，推行“准許成本+合理收益”定價制度。意見指出，要按照“管住中間、放開兩頭”的總體思路，深化壟斷行業價格改革，建立健全成本監審規則和定價機制，推進科學定價。目前逐步推行“准許成本+合理收益”為核心的科學定價制度，在保障改善民生中發揮了積極作用。政策頻出，改革推進。2016年下半年以來我國已出臺多項與天然氣改革有關的政策，2016年10月，國家發改委印發《天然氣管道運輸價格管理辦法（試行）》和《天然氣管道運輸定價成本監審辦法（試行）》，規定天然氣管輸價格核定原則；2017年5月，中共中央、國務院印發了《關於深化石油天然氣體制改革的若干意見》，指出：推進非居民用氣價格市場化，進一步完善居民用氣定價機制。2017年6月，國家發改委印發了《關於加強配氣價格監管的指導意見》，對配氣價格作出明確規定。此次國家發改委發佈的《關於全面深化價格機制改革的意見》，再次強調了天然氣價格改革，我們期待天然氣價格改革更加細化的方案出臺。

天然氣行業有望迎來發展機遇。我國已成為世界第一大能源消費國，但天然氣在一次能源使用占比不足6%，遠低於世界平均水準。近年來天然氣國內供給能力快速增長，近15年複合增速超過10%；天然氣消費量增長迅速，近15年複合增長15%，其中70%需求量來自工業燃料和城市燃氣。我們預計隨著改革推進，我國天然氣需求增持將持續保持兩位數增長。

投資建議：天然氣行業發展及市場化改革，為民企提供了更多發展機會，建議關注天然氣行業相關公司，如天然氣全產業鏈佈局的新奧股份、中天能源；以特許經營權和加氣站等終端市場為發展方向的勝利股份；天然氣下游分銷運營公司新奧能源（港股）、昆侖能源（港股）。

風險提示：天然氣需求不及預期，油氣改革不及預期，油氣價格劇烈波動等。

家用電器：雙十一家電資料點評：強者恒強，吸塵器兩淨產品銷售火爆

2017年雙十一當天全網總銷售額達2539.7億元，同比增長43.4%，其中大家電+生活電器占比高達18%。分產品來看，手機、大家電、生活電器排名前三，占比分別為8.7%、15.2%、2.8%，家電品類（大家電+生活電器）占比高達18%，銷售額為457億元（2016年為361億元），同比增長26.6%。其中美的全網總銷售額達45億元，同比增長70%。

大家電海爾美的穩居冠亞，生活小家電科沃斯、戴森表現亮眼。全網大家電銷售額前十為海爾、美的、夏普、西門子、格力、海信、小米、TCL、小天鵝、奧克斯。海爾、美的作為家電龍頭，覆蓋幾乎所有家用電器品類，市場品牌認知度極高，格力、小天鵝憑藉單一品類取得優異成績。全網生活電器銷售額前十為科沃斯、戴森、小米、美的、飛利浦、米家、布魯雅爾、海爾、沁園、小狗。科沃斯專注於掃地、擦窗機器人，戴森以吹風機、無線充電器迅速佔領市場，瑞典空氣淨化器品牌布魯雅爾得到中國消費者熱捧，淨水器品牌沁園受到消費者認可，由此可見，受益於消費者對環境等問題關注度的提升，家居生活類小家電如無線吸塵器、空氣淨化器和淨水器迎來消費熱潮。

龍頭強者恒強，消費升級及國產替代趨勢下優勢更加明顯。大家電品牌中，海爾美的連續多年穩居雙十一前列，冰空洗品類龍頭地位難以撼動，消費升級趨勢下集中度不斷提升，根據產業線上資料，目前空冰洗CR3分別為68%、55%、68%，分別同比提升1.7pct、3pct、1.9pct，根據中怡康資料，空冰洗內資銷量份額為90%、82%、69%，國產替代趨勢愈發明顯且冰洗龍頭有更大份額提升空間。同時，國產替代的過程伴隨著國產品牌均價不斷向外資品牌靠攏，龍頭企業均價不斷提升，我們認為國內龍頭企業量價齊升有望帶動其營收實現雙位數以上增速。

滲透率低的新品類小家電有望實現爆發增長。相比於發達國家戶均40台小家電的保有量水準，我國小家電仍有較為廣闊的發展空間。根據Euromonitor資料，我國吸塵器、空氣淨化器、淨水器每百戶保有量僅為個位數水準，各個品類目前仍處於市場導入期，未來有望實現持續快速增長。目前吸塵器逐步實現無線化，無線吸塵器均價高達3000元，為傳統吸塵器均價的3倍以上，受益於消費升級，未來吸塵器均價仍有望持續提升。兩淨產品目前行業品牌較為分散，未來可整合空間巨大。

投資建議。推薦龍頭企業，行業層面，原材料及匯率出現邊際改善，成本壓力減輕，板塊盈利能力四季度有望繼續回升。

個股方面，我們堅定看好白電龍頭未來的長期表現。家電龍頭品牌管道力強，未來份額有望繼續提升，加之原材料及匯率邊際改善，壟斷紅利持續釋放，盈利能力亦可再上臺階。此外18年部分龍頭企業非經常性因素如並購攤銷等影響消除，業績高增確定性強，配合年底估值切換安全邊際極高，極具價值，重點推薦格力電器、小天鵝A等白電龍頭。另外無線吸塵器、空氣淨化器及淨水器產品目前滲透率低，隨著消費者對環境等問題關注度的持續提升，此類產品有望持續快速增長，建議關注家居及個人護理類小家電相關個股，如萊克電氣、飛科電器等。

風險提示：原材料價格波動，匯率波動。

紡織與服裝：家紡板塊明顯復蘇，集中度提升是重要推動因素

（一）2017前三季度，家紡板塊出現明顯復蘇跡象。剔除並表，2017前三季度，家紡板塊收入YOY16.77%，較之前個位數增速提升明顯。我們分析主要受電商高速增長及線下逐漸恢復驅動。利潤端YOY10.84%，剔除

萊剋星頓及大方睡眠並表後，YOY約5%左右，較2016年同比下滑12.83%大幅改善。利潤增速低於收入端，主要受低毛利電商及其他業務並錶帶動毛利率下滑影響。板塊整體期間費用率較上年同期下滑1.17PCT至32.14%

(二) 我們判斷線上品牌集中度提升帶動龍頭線上增速加快，是家紡板塊業績復蘇的內在推動因素。我們對於電商管道床上用品及套件子行業進行研究，發展具備以下特點：1) 電商平臺品牌出清非常明顯。2) 天貓及淘寶目前分化不明顯。3) 電商平臺的集中度高於線下。4) 傳統家紡品牌與新模式電商品牌各有側重。我們認為，未來線上線下的發展將會趨於一致，線上下取得優勢的傳統品牌也有望強者恆強，線上上取得領先，大眾消費品領域的集中度提升將是發展趨勢。考慮到互聯網領域更加明顯的二八分佈，線上的集中度有望高於線下。

(三) 預計線上線下集中度提升帶來的家紡板塊復蘇可以持續，建議重點關注羅萊生活、南極電商。我們認為重點依靠線上品牌集中度提升驅動的家紡行業復蘇可以持續，同時，線下管道經過調整之後也開始逐漸恢復，線下集中度也具備較大提升空間。一方面，傳統百貨在提升體驗，越來越多引入體驗性項目(餐飲、親子、娛樂等)，勢必對於坪效相對較低的傳統家紡品牌面積形成擠壓，因此大品牌集中度也將“被迫”提升；另一方面，街邊店流量減少也使得中小品牌逐漸退出市場，大品牌由於供應鏈與規模優勢可趁勢進行整合或提升。

結合基本面情況，我們建議重點關注：家紡領域龍頭，佈局大家紡小家居的羅萊生活、電商領域優質品牌服務商，未來擴品類、跨平臺可期的南極電商。

風險提示：電商政策改變，存貨風險，電商增速下滑，競爭加劇等。

商業貿易：雙11收官，電商巨頭的成績與消費新趨勢的投資啟示

2017雙11落下帷幕，各大電商公司均交出漂亮的成績單，龍頭增長提速。今年雙11還明顯呈現出線上線下融合和品質消費等特點。

【阿裡】11.11交易額1682億增39.4%，增速同比+7pct，移動端占90%。①超100萬商家線上線下打通，近10萬智慧門店、60萬零售小店、3萬村淘點加入大促；②預售榜單中以低價取勝的淘品牌僅剩韓都衣舍，國際大牌銷售火爆，8小時菜鳥進口海關審單放行量破500萬。

【京東】11.1-11累計下單金額1271億增超50%，移動端占89%，當日訂單85%已出庫；京東專賣店、京東之家、便利店等均實現線上下單門店自提；智慧化產品、超市品類中大品牌、國際大牌等銷售火爆。

【蘇寧】11.1-11全管道增163%，9小時超2016雙11全天，農村易購直營店增超312%；全網銷售額占比從2016年2.2%提升至2017年4.3%幾近翻倍，正迎來成長加速；物流訂單量增480%，發貨及時率提升至98.7%，首單送貨13分鐘。

電商巨頭成長提速，體現消費升級與技術升級正推動線上線下融合和產業加速變革，龍頭在加速贏得市場。投資：①龍頭：永輝超市、蘇甯雲商；②通脹：家家悅、步步高等；③復蘇：王府井、通靈珠寶、天虹股份；④國改：百聯股份、合肥百貨、中百集團等。精選：蘇甯雲商、家家悅、王府井。

風險提示：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革慢於預期；轉型進程的不確定性。

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。