

策略

港股1月有望開門紅

港股17年12月以來震盪上行，恒生指數截至12月31日上漲2.54%，2017年全年恒生指數領跑全球，上漲35.99%。行業層面全年來看，17年恒生綜合行業中，除電訊業外均有不同幅度上漲。其中資訊科技業領漲，漲幅高達92.31%；消費品製造業和地產建築業以51.30%和48.84%的漲幅位列二三。漲幅排名後三位元的是電訊業、能源業和綜合業。其中電訊業出現下跌，跌幅為-0.96%，能源業和綜合業漲幅分別為11.37%與13.29%。全年來看，恒生大型股指數上漲40.33%，恒生中型股指數與恒生小型股指數分別上漲33.47%與19.16%，大小盤股票表現分化。

17年港股牛市源于強勁業績和南下資金，展望2018港股在慢牛途中。2016年以來中國步入經濟平穩盈利上的時代，類似1975-89年初期的日本。微觀盈利優於宏觀經濟：一是產業結構優化，二是行業集中度提高，三是公司國際化加快。截止2017/9/30，港股市場內地公司占比高，H股+紅籌股市值占比62%，利潤占比50%，港股盈利與大陸經濟相關性強。港股17年中期淨利潤同比增長11.9%、ROE為9.5%，本輪牛市本質上源于業績強勁。同時自港股通開通以來，淨南下資金持續增加，目前金額已超2700億人民幣。南下資金港股成交占比不斷上升，目前達到2-3%。港股本地投資者交易額占比不斷下降，目前為35.9%。中國內地投資者交易額占比不斷上升，目前為21.6%。南下資金有利於推動港股估值的修復。從估值來看，截至12月31日，恒生指數PE（TTM）為12.8倍，超過07年以來中位數水準。但是橫向對比全球，港股仍是價值窪地，低估值的核心優勢不變。盈利和低估值核心動力不變，港股仍在慢牛途中。

美加息不改港股上行趨勢，港股1月有望開門紅。12月中上旬，恒生指數發生短期震盪，與美聯儲年內第三次加息帶來的短期風險以及年底資金面收緊有關。回顧2012-16年香港7天同業拆借利率走勢，每年11-12月利率走高，資金面季節性偏緊，而在1-3月利率逐步回落，當前正處於資金面季節性偏緊時期，春季有望重回寬鬆。截至2017年12月31日，2017年港股已披露的公司三季報平均淨利潤同比增速18.23%，比前一年年報提升23.89個百分點。在強勁的業績支撐下，伴隨著春季資金面迎來寬鬆，港股1月有望開門紅。

風險提示：警惕美聯儲加息和中國經濟增速疲軟導致港股增速回落。

18年1月解禁額較上月翻倍

17年12月產業資本二級市場淨減持47.41億，16年以來月均淨減持23.48億。截止2017年12月31日，從絕對規模看，12月產業資本在二級市場淨減持47.41億元，而11月淨減持7.16億元，2016年以來產業資本月均淨減持23.48億元。從相對規模看，12月產業資本淨減持額/解禁市值為1.77%，2016年以來均值為1.57%，淨減持額/成交金額為0.06%，2016年以來均值為0.03%，淨減持額/自由流通市值為0.02%，2016年以來均值為0.01%。從板塊看，產業資本在主板淨減持22.11億元，中小板淨減持13.93億元，創業板淨減持11.37億元，淨減持額/解禁市值分別為1.53%、1.41%、4.64%，可見創業板減持力度最大。在減持新規的規範下，2017年6月以來產業資本減持力度整體放緩。5月26日證監會例行發佈會上表態將修改大股東減持新規，次日《上市公司股東、董

監高減持股份的若干規定》正式出臺，隨後交易所發佈配套完善規則。在減持新規的規範下產業資本減持力度放緩，2017年6-12月（1-5月）產業資本淨減持額/解禁市值為0.20%（0.58%），淨增持額/自由流通市值為0.01%（0.01%），淨減持額/成交金額為0.19%（0.01%）。

18年1月A股解禁市值約為5448億元，較17年12月翻倍。按照2017/12/29的股價估算，18年1月A股解禁市值約為5448億元，遠高於17年12月的2675億元，而18年月均解禁3306億元，17年月均2169億元。18年1月解禁市值/自由流通A股市值為1.23%，2016年以來該比值均值為0.95%，18年1月解禁市值/成交金額為6.86%，2016年以來該比值均值為2.13%，18年1月解禁相對規模高於2016年以來平均水準。2017年全年6月解禁規模最小，A股上半年解禁規模小於下半年。從板塊看，18年1月主板、中小板、創業板解禁金額分別為3272.65、1598.86、576.89億元，解禁金額/自由流通A股市值分別為2.02%、3.73%、2.55%，解禁金額/成交金額分別為6.65%、8.58%、4.98%。18年1月交通運輸、非銀行金融、傳媒等解禁壓力大。按照2017/12/29的股價估算，18年1月交通運輸、非銀行金融、傳媒行業解禁壓力最大，解禁額分別為914、812、598億元，而17年12月分別為115、492、207億元，解禁市值/自由流通市值分別為5.55%、2.40%、5.80%，而17年12月分別為0.65%、2.10%、2.28%。從個股來看，18年1月申萬宏源、順豐控股解禁規模最大，解禁金額分別為677、629億元，解禁市值/流通市值分別為63.0%、88.4%。

12月並購重組熱點。銀泰資源：發行股份收購上海盛蔚89.38%的股權；王府井：吸收合併王府井國際100%股權；魯億通：發行股份並支付現金收購昇輝電子100%股權。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

固定收益

17年債熊慘痛，18年慢牛可期——債市年度回顧與展望

2017年：慘痛的債熊

利率債：上升的利率，平坦的曲線。2017年，10年國債收益率從年初的3.0%左右上升至年底的3.9%左右，上行幅度接近90BP。而10年期與1年期國債利率之差基本在60BP以內，曲線平坦的程度和持續時間均創歷史新高。

信用債：利率和利差雙升。2016年之前，信用債市場受益於大資管發展帶來的需求，而今嚴監管下資管規模擴張受限，機構的風險偏好降低，信用債需求減少，導致調整的時間和空間比利率債更大，利差也有走闊的趨勢。

可轉債：小品種迎來大時代。2017年轉債的走勢呈現“震盪——上漲——下跌”，在利率債和信用債雙殺的背景下，為債券投資者提供了較好的投資機會。而隨著9月份轉債信用申購新規落地，轉債迎來供需兩旺，市場也大幅擴容。

2017年債市八大關鍵字

貨幣政策：寬鬆不再。2017年，基礎貨幣的供給變為公開市場操作的方式，導致中小行和非銀資金面出現結構性緊張。與此同時，2017年央行三次上調逆回購利率，兩次上調MLF利率，導致短端國債利率和存單利率大幅上漲。

基本面：從改善到回落。2017年，我國經濟增速企穩，外需明顯回暖。而受益於去產能，工業品價格的大幅上漲，企業利潤也明顯改善。但企穩的背後是居民大幅舉債支撐，18年隨著經濟去杠杆的深入，基本面將趨於回落。

金融去杠杆：嚴監管時代來臨。2017年金融監管協調加強，央行三次上調公開市場操作利率，“三會”均出臺針對性的金融監管措施；而全國金融工作會議、十九大均表示加強金融監管，隨後資管新規出臺，嚴監管時代正式來臨。

MPA考核：雙支柱框架的完善。2017年1季度MPA評估時，央行正式將表外理財納入廣義信貸範圍，意味著MPA考核體系逐漸完善。MPA考核的出現，也使央行“貨幣政策+宏觀審慎政策”的雙支柱調控框架逐漸確立。

大資管行業：業態重塑。11月資管新規落地，意味著以後銀行理財、券商資管等均會轉向淨值化管理，競爭的核心將是投研能力和風控能力，而不再是簡單的通過剛兌優勢來加杠杆、賺取套利利差，大資管行業的業態將會重塑。

債市供給：萎靡的信用債，量價齊飛的存單。除國債之外，2017年地方債、政金債、信用債等淨融資額都明顯下滑，尤其是信用債，淨融資額斷崖式下跌。而同業存單則量價齊飛，反應了中小行流動性的不足和負債端對存單的依賴。

債市需求：從交易機會到配置機會。廣義基金每月債券的增持量與10年國債收益率每月的均值變動，基本成反向關係，反映出2017年債市的變動基本是由交易情緒主導的。目前來看，債市配置價值已經顯現，10月開始銀行、保險的持倉增量均有上行趨勢，債市的邏輯正在由交易主導轉向配置主導。

美聯儲：加息與縮表。2017年美聯儲加息三次，同時10月正式啟動縮表，再度向貨幣政策正常化邁出重要一步。縮表是美聯儲直接壓縮資產負債表規模，在長債的供給未變的情況下需求減少，長端利率受到的影響會更大。

2018年：債市慢牛可期

在2017年，去杠杆主要發生在金融層面，體現為M2增速的大幅回落，以及金融機構負債端的持續收緊，而銀行的市場融資成本全面上升。但是展望2018年，我們認為金融去杠杆將進入中後期，政策重心會轉向經濟去杠杆，重點是控制社會融資增速，將其降至9%左右和GDP名義增速接軌的水準。目前利率債配置價值凸顯，18年基本面回落壓力增大，債市慢牛可期。

行業點評

石油天然氣：油價上行，油服行業有望回暖

油價：地緣政治引發油價上漲預期。2017年12月以來，全球地區風險不斷，英國北海輸油管道關閉、利比亞輸油管道意外爆炸，年底由高失業率和通貨膨脹導致的伊朗多地爆發示威騷亂持續發酵，地緣政治進一步引發油價上漲預期。2017年12月以來布倫特原油價格上漲6%，站上67美元/桶高位。我們預計原油價格在供需面逐步改善的情況下，將延續震盪上行態勢，原油年均價將逐步抬升，預計明年布倫特原油年均價有望達到60-65美元/桶，較今年上漲10%-20%。

油價回升，石油公司資本支出有望增長。隨著2016年油價觸底回升，2017年國內石油公司資本支出增加，2017H1中石油、中石化資本支出分別同比增長23%和18%。隨著油價持續震盪上行，我們預計明年石油公司資本支出有望繼續增長。

油服行業業績改善。隨著上游資本支出增長，油服企業的訂單數有望增加，行業業績有望改善。以我們跟蹤的12家國內油服公司為樣本，2017Q3油服行業營業收入同比增長23%，歸母淨利潤同比增長88%，虧損同比大幅收窄，油服行業整體業績大幅改善。

投資建議：隨著油價企穩回升，我們預計明年石油公司資本支出將繼續增長，油服行業訂單數有望增加，業績有望持續改善，建議關注石化油服、中海油服、通源石油。

風險提示：原油價格大幅波動、資本支出不及預期等。

家用電器與器具：家電行業18年年度策略：聚焦冰洗龍頭，佈局細分成長

回顧2017全年，家電板塊整體板塊業績高增，龍頭估值亦有提升，實現大衛斯按兩下，而各子行業的龍頭白馬表現更為強勢亮眼。18年的板塊行情仍有望延續，繼續堅定看好行業。

從基本面角度：對行業收入端無需過分擔憂，板塊成長性依舊；業績端上，受益於匯率以及原材料波動的充分的邊際改善，盈利能力有望回升，從而帶動業績增速高於收入增長。

從估值面角度：家電龍頭與A股各行業龍頭相比，白電龍頭PEG與行業PE溢價率均小於1，且折價率最高。而與國際行業龍頭對標，白電龍頭PEG顯著小於海外龍頭，優勢明顯極具價值屬性。並且從18年增量資金看，在A股成功納入MSCI指數後，預計大約可帶來1200億人民幣被動配置資金的流入，且整體2018年外資增量資金流入可達3000億元。從17年的表現上，已經可以判斷出外資極度青睞估值較低，業績增長確定性高的家電龍頭，而未來隨外資大量集中持股家電龍頭，龍頭定價逐步國際化，我們判斷家電龍頭估值仍將繼續上提。

建議18年圍繞消費升級，重點關注“集中度”及“滲透率”兩條主線。看好擁有全球運營能力的三大白電龍頭；看好受益冰洗行業加速整合的美的集團、小天鵝A；看好在細分板塊中受益集中度及滲透率快提的歐普照明、榮泰健康、萊克電氣、浙江美大。

風險提示：終端需求不及預期；原材料波動風險；匯率波動風險。

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。