

2018年1月29日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀

### 美國經濟擴張早期還是尾聲？

美元大幅貶值，經濟擴張後期。17年美元指數見頂，到目前為止已跌去接近15%。原因或在於市場意識到美國經濟已經處於經濟擴張後期，一則本輪美國經濟從穀底復蘇已經持續了106個月，歷史上最長的一次復蘇也不過120個月；二則美國GDP增速過去兩年分別為1.5%和2.3%，其實未能恢復15年時3%的週期高點。

就業已經充分，難有更高增長。目前美國失業率為4.1%，處於本輪週期最低點，而上兩次失業率的最低點分別在00年4季度和07年2季度，之後的一年均發生了經濟衰退。信貸增速放緩，利率曲線趨平。本輪美國銀行信貸增速從09年開始由負轉正，在15、16年達到8%的高峰，目前已經持續1年半增速下降，18年1月的銀行信貸增速為3.5%，考慮到利率的持續上升，未來繼續下滑是大概率事件。綜合來看，雖然在減稅的刺激下美國經濟18年還有望繼續增長，但其已處於擴張週期尾聲。

17年中國經濟增速在6年下滑後首度反彈，18年伊始，地產和銀行兩大板塊引領A股上漲，而金融和地產是中國經濟的命脈，這是不是意味著18年中國經濟有望繼續復蘇？

數據集體下滑，經濟高點已過。基於歷史表現，中國股市很難說是經濟的晴雨錶，17年末除了好看的GDP增速以外，其他數據基本上都在下滑，比如工業企業利潤增速連續兩個月下滑、全國財政收入連續兩個月負增長，重卡、鐵路貨運量增速轉負等等。

供給收縮推高利率，信貸需求已經下滑。目前市場看好銀行的理由在於貸款利率上升，但是貸款利率趨升並非信貸需求向好，而是信貸供給不足。由於金融監管加強，影子銀行回表，導致銀行表內信貸供給受限，銀行有動力提高貸款利率。

減少供給推高成本，需求全靠舉債支撐。過去幾年供給側改革改變了中國經濟，但是單純的減少供給只是在改變利益的分配，是需要下游需求來買單的，而在過去兩年是靠居民和政府的大幅舉債在支撐，但如果利率持續上升，萬一居民和政府哪一天不再大筆借錢了怎麼辦？

加大改革開放力度，新時代要提高效率。如果能有新週期出現，相信絕對不是靠舉債買房投機致富的時代，而應該是靠努力奮鬥勤勞致富的時代。而這一定是進一步深化供給側改革，從減少供給轉變為提高供給側要素的效率，比如說減稅、以及更大力度的改革開放，加大國企改革的力度激發國企員工的積極性，加大服務業開放的力度，完善資本市場進退機制、鼓勵創新企業發展，激發全體居民和企業的積極性，靠大家的努力奮鬥來共同創造美好生活新時代！

## 策略

### 目前行情和14年底的對比

目前行情對比14年底：形似，牛市初期的信號。①這輪行情，金融地產領漲的主線越發清晰。12月28日至今地產、銀行、非銀指數分別上漲16%、13%、9%，且成交量不斷放大。我們在17年12月《新時代，新牛市——2018年A股投資策略-20171209》等多篇報告中就從盈利、估值、機構配置等角度提出，18年上半年最看好金融，尤其是銀行。回顧歷史，2005年至今共有16次銀行股大漲的時段（行業指數漲幅>15%且跑贏滬深300），從時點看A股最近三輪牛市（05/6-07/10、08/10-09/8、14/7-15/6）前期，均出現銀行股大漲。②本次金融地產上漲和14年11-12月類似，牛市初期的確認信號。結合市場背景，這次銀行股表現更像牛市初期，如05年6月、08年10月、14年11月，牛市初期市場往往先填平估值窪地，形態上更像14年11月，金融地產領漲特徵很明顯、低估低配優勢也突出。資金面也可以驗證，18年初和14年底都出現了機構資金加速進場的信號。

目前行情對比14年底：神不同，本輪牛市源於盈利回升。①14年中-15年中的牛市主要受資金面驅動，是經濟增長存在較大下行壓力，央行連續降息降准以刺激經濟增長，貨幣寬鬆推動的“水牛”行情。同時監管層也加大鼓勵創新，以兩融為代表的杠杆資金加速入場。②新時代的新牛市源於企業盈利增長，及機構資金入場。展望18年，市場有望從春末走向夏初，即慢牛初期。新時代的新牛市有兩大驅動力：一是企業盈利增長。我們預測2017/2018年全部A股淨利同比為17.5%/13.5%，對應ROE分別為10.3%/11%。新時代背景下，基本面特徵是經濟增長平、企業盈利上，二者的分化源於：產業結構優化、行業集中度提高、企業收入國際化。二是機構資金不斷流入。預計18年資金淨流入為3300億，其中流入較大的單項是外資3000億、保險2900億、公募基金1000億，結構上機構資金占比繼續上升。相比14年中-15年中的牛市，這次的牛市趨勢更平緩、時間更持久，是個慢牛。

應對策略：牛市思維。①牛市思維面對中期趨勢和短期波動。展望18年，市場有望從春末走向夏初，即慢牛初期。如果說上證綜指2638點時從熊市思維切換到震盪市思維是戰略性變化，目前可能需要再次切換思維。因為震盪市和牛市裡面市場回撤幅度、時間不同，震盪市操作重波段，漲多了會跌，跌幅不小。牛市環境中市場回撤幅度更小、時間更短，我們判斷2018年是牛市初期，回撤幅度可能更小。經歷一定幅度上漲後，市場仍可能出現反復。②繼續堅守價值股，尤其是金融。上半年價值占優，價值龍頭中金融性價比更優、消費白馬有配置意義，成長龍頭如先進製造、新興消費。近期金融股漲幅較大，尤其是銀行股漲的比較快，短期如果出現一些回撤很正常，中期仍然看好，金融尤其是銀行，盈利趨勢向上、估值低、基金配置低，性價比仍很好。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 行業研究

### 石油化工：油價上漲，油服行業拐點向上

油氣行業資本支出與油價正相關。隨著2014年9月開始原油價格大幅下跌，全球石化行業上游資本投入在2015-16年連續兩年大幅下降。隨著2016年底原油價格突破50美元/桶，我們預計2017年油氣開採支出同比增長15-20%左右。統計數據表明，油氣開採資本支出與油價呈現正相關關係。

三桶油的資本支出。我們統計了中石油、中石化、中海油的油氣勘探與開採資本支出數據。2014年三桶油油氣勘探與開採資本支出4073.78億元，為歷史新高；但隨著油價大跌，2015-16年三桶油資本支出分別為2783.92億元、2111.68億元，同比分別下降31.66%、24.15%。隨著油價回升，2017年三桶油的資本支出有望同比增長，我們估計其增速在15%左右。

預計2018年油氣勘探與開採資本支出繼續提升。我們預計2018年布倫特原油均價65美元/桶左右，同比提升10美元/桶。在我們預計的油價水平下，國內大部分油氣區塊將實現盈利，從而有助於石油公司加大上游資本投入。我們預計2018年國內油氣勘探開採資本投入同比增加20%以上。

2017年是油服行業的業績拐點。中海油服近期公告了2017年業績預告，預計2017年實現歸母淨利潤3300萬元，實現扭虧（2016年公司虧損114.56億元）。中海油服的扭虧，表明油氣服務行業在油價回升的帶動下，業績拐點已現。隨著原油均價回升，我們預計油服行業2017年盈利將繼續較大幅度改善。

投資機會。油服行業業績拐點已現，盈利有望繼續改善，建議關注油價上漲背景下油服與設備類公司的投資機會，如中海油服、石化油服、通源石油等公司。

風險提示。原油價格回落將影響石油企業資本支出，進而會對油服公司訂單、收入及盈利產生影響。

### **有色金屬：何謂“年化利潤”**

何為“年化利潤”？週期行業的投資中，經常涉及“年化利潤”這個詞，具體的公式是“單季淨利潤乘以4”。因為股票漲跌反應的是未來預期，因此股價走勢往往提前於企業盈利，而年化利潤恰好提供這種提前思維模式下的量化估值指標：總市值/年化利潤=年化估值，反應的是在當前金屬價格下，即將全年釋放盈利的大致估值水平。

這個辦法雖然粗糙，但確實是一個較好的先行估值指標，尤其在金屬價格繼續看漲的情況下尤為有效。隨著2017年業績預告陸續披露，可以發現不少龍頭礦業白馬（如典型的華友鈷業，紫金礦業，馳宏鋅銻）的2017年年化PE估值水平較低，這說明企業盈利上升在不斷追平二級市場的預期水平；而如果金屬價格繼續上漲，實際盈利會進一步降低估值，投資空間也就進一步打開。

2018年有色板塊的投資邏輯也就更為清晰：在金屬價格不斷上漲的背景下，企業盈利修復，估值下降；也就是說，重點的投資點是在真實利潤的不斷釋放。

按照這個投資主線，標的也很清晰。新能源汽車板塊的鈷鋰處於利潤釋放期（近期鈷的價格還在不斷上行）；而銅鋅鋁錫為首的基本金屬即將進入利潤高釋放期。對應的龍頭白馬都是很好的投資標的。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期。

### **傳媒：板塊底部反彈堅定推薦行業龍頭及低估值超跌個股**

上周傳媒板塊底部反彈，從個股表現看，行業龍頭及前期超跌個股彈性大。我們認為目前傳媒行業整體估值仍低，重點看好高景氣度的影視和遊戲台塊。個股推薦：龍頭：光線傳媒、華誼兄弟、分眾傳媒、完美世界、華策影視；低估值個股估值修復：遊族網絡、當代明誠、順網科技、帝龍文化等。關注金山軟件2018年新遊戲所帶來的業績提升。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

## 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。