

## 行業點評

**保險：保險行業2017年報前瞻：利潤加速增長，NBV為未來增長蓄力**

2017年利潤前瞻：4季度淨利潤將加速增長。1) 保監會披露2017年保險行業預計利潤總額2567億元，同比增長29.7%，增速較前3季度的18.3%大幅提升。經我們計算，保險業4季度單季利潤總額約710億元，同比大幅增長73.5%，原因主要在於投資收益增加，以及準備金少提。2) 我們預計平安、國壽、太保、新華2017年四季度淨利潤增速較前亦顯著提升，全年淨利潤增速分別升至28%、67%、30%和23%。3) 利潤增長加速的原因：a投資收益顯著增長。2017年保險公司主配的大藍籌股價格大幅上漲，滬深300指數上漲21.8%，其中4季度單季上漲5.1%，遠高於2016年4季度的1.8%。b準備金少提。750天曲線終於在2017年第4季度迎來回升，環比上移約1-2bps，因此“會計估計變更”對4季度單季的利潤有正面影響。相反，“會計估計變更”對2016年4季度的稅前利潤有過巨大的負面影響（中國平安的影響為-116.7億元），負面影響的消除導致利潤暴增。

2017年壽險NBV與EV前瞻：NBV主動減速，為2018年的高增長蓄力。1) 2017年第2季度開始，上市保險公司主動放慢壽險新單保費的增長速度，NBV實現主動減速，轉向著力於隊伍管理與培訓，從而保證2018年的較快增長。主動調整業務節奏的主要原因在於，2017年1季度的新單保費增速過高，以及134號文發佈後保險公司預期到2018年年金險銷售難度加大。2) 新單保費增速的逐季下降帶來了2017年全年NBV增速的主動調整。我們預計2017年平安、國壽、太保、新華NBV增速分別為30%、12%、33%和15%。3) 我們判斷134號文帶來保費的調整期為2017年4月至2018年3月，2018年4月開始新單保費和NBV將開啟新一輪的上升通道！4) NBV增速變化對於EV的影響較小，我們預計2017年末平安、國壽、太保、新華的EV較年初分別增長25.4%、15.0%、20.1%和17.7%。

2017年產險前瞻：保費增速回升，綜合成本率平穩。保監會披露2017年財產險保費增速回升，全行業保費收入同比增長12.7%，增速明顯高於2015和2016年。人保、平安和太保2017年保費分別增長12.5%、21.4%和9.4%，較前三季度保持平穩。商車費改和償二代監管體系利好大型上市險企，我們預計2017年人保、平安、太保的綜合成本率分別為96.6%、96.2%和99.0%，較2016年穩中向好。

投資建議：利潤已開始加速增長，NBV調整後將迎來新一輪增長期，看好“價值增長+估值提升”！壽險保障型業務進入黃金增長期，“利差改善+價值轉型+集中度提升”的邏輯不變。目前平安、國壽、太保、新華的股價對應2018年P/EV分別僅為1.28、0.87、1.04和0.93倍，處於歷史低位，我們認為合理估值應在1.5-2倍。隨著保障型業務占主導帶來的NBV穩定增長，估值水平將持續提升。

風險提示：1) 利率趨勢性下行；2) 股票市場大跌；3) 保障型增長不及預期。

**煤炭：美國萬億基建投資或刺激三月行情**

特朗普1.5萬億美金基建計劃有望繼續振興煤炭需求。美國總統唐納德·特朗普於當地時間2月12日發佈1.5萬億美元基礎設施建設計劃（新浪新聞），目標是今後10年改造年久失修的公路、鐵路、機場、橋樑等基礎設施，

我們認為，基礎設施的背後是煤炭鋼鐵水泥等原材料和能源的大量需求，在國內煤炭需求增速趨緩的情況下，海外煤炭需求有望形成接力。我們認為，特朗普的政策有望帶來美國長期生產力的提升，並非只有簡單的經濟學就業和通脹原理帶來短期的經濟壓力，但該政策也必然面臨推進的困難，煤炭需求仍將以曲折漸進的改善為主。

動力煤供需狀況接近2017年同期，節後數據仍需觀察。Wind數據顯示，春節期間電廠和港口庫存的增長速度慢於預期，供需並未明顯寬鬆，電廠的日耗逐步回落至40萬噸，和2017年春節期間基本持平。目前看，四大發電集團擔憂的春節期間庫存危機並未發生，在日耗變化不大且電廠庫存並不增加的情況下，我們認為，如果煤企庫存也並未明顯增加，則各大煤企承諾春節期間不停產的情況或低於預期。

2018年焦煤供給仍將偏緊。澳洲昆士蘭奧瑞松鐵路公司微幅下調了2017-2018財年（截止6月30日）的鐵路計劃中樞從2.2到2.15億噸（煤炭資源網），我們認為，2018年的澳洲焦煤或將仍然偏緊，而澳洲印尼動力煤卻有新增產能。雖然目前仍沒有鋼廠鋼貿庫存數據，但從電廠的日耗看，鋼材的庫存增長應該接近於2017年春節期間。由於節後鋼廠復產有望增加焦煤焦炭需求，我們認為，焦煤焦炭價格仍將保持強勢。

投資建議：春節期間原油等大宗品引來反彈，近日略有調整，但仍偏強，國內供需尚不能明確說節後強勢，但受益美國基建預期帶動和煤炭3月開工的投資機會預期，煤炭股仍有機會。個股建議關注：山西焦化，雷鳴科化，潞安環能，露天煤業，陝西煤業，神火股份，陝西黑貓，山煤國際，開灤股份，平煤股份，冀中能源，陽泉煤業，上海能源，中煤能源，中國神華，新集能源，藍焰控股，瑞茂通，\*ST鄭煤。

風險提示：節後開工需求改善並不明顯。

## 紡織與服裝：品牌服飾暢想新零售，傳統行業價值獲重估

品牌服飾線下門店價值重發現，板塊暢想新零售。2018年是“新零售”概念提出後的第二個完成年度，其理念和應用從最直接的零售板塊向其他流通領域延伸。海瀾之家公告騰訊普和將以10.48元/股受讓控股股東一致行動人榮基國際讓出的5.31%股權，合計轉讓總價為25億元。品牌服飾線下佈局廣、地縣市進入深、管理能力不斷提升的板塊，其實體門店的價值將在新零售領域獲得發揮。我們就兩大巨頭在新零售的佈局做討論，分析品牌服飾在新環境下的發展暢想。

互聯網寡頭爭奪佈局新零售。阿裡巴巴和騰訊分別從2013、2014年底開始將觸角向線下資源滲透，從兩者投資、參股的標的來看主要包括生鮮、商超、雜貨店等高頻消費的場景，同時也包括物流類配套系統，以及無人零售和體驗式門店的新業態。

雙巨頭各懷利器。從合作模式來看，阿裡傾向於強勢入主投資企業，獲取一定比例控股權。除作為第二大股東對新華都持股10%以外，阿裡在其他入股企業的持股比例均超過18%，目前對銀泰商業的持股比例高達74%，對日日順、高鑫零售也均持股30%以上。相比之下，騰訊則偏好“去中心化”的經營理念，除對京東持股21%以外，其他入股企業持股均不超過10%。騰訊與家樂福、步步高、星巴克、樂高等企業目前僅簽署了戰略合作協議框架，在互惠框架下為合作對象賦能，通過“大平臺+小程序”的方式為合作方開放接口，滿足實體零售的數字化需求。

高質量門店有利於開展新零售暢想。線下門店的價值將被重新審視，擁有線下數量多、質量精的品牌，將成為服裝新零售的第一實踐者。海瀾之家整體門店數為5608家（17Q3），為全國第三，僅次於拉夏貝爾的9066家（17Q3）和森馬服飾的7341家（2015）。海瀾之家品牌4428家（17Q3）門店為單品牌最多，海瀾在行業調

整期間仍然保持拿店節奏，2012-2016年海瀾品牌店鋪淨新增1847家，2017年前三季度單品牌淨新增191家，其中2/3為新興渠道購物中心店。

風險提示：終端需求下滑、行業競爭加劇、原材料價格波動、匯率波動等。

## 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。