

2018年2月26日

銷售部 - 投資策略

宏觀

到底好不好？——從春節數據管窺中國經濟

狗年春節消費整體平淡，無論是商品零售還是旅遊收入，都比去年同期有所下滑。無論從春運還是春節旅遊消費數據來看，18年的經濟將面臨著巨大的挑戰，我們認為春節數據表現不佳的背後有這麼幾大可能的原因：

一是消費升級的影響。

春運出行有四種方式，分別是道路、鐵路、水運和民航，其中道路和水運是最傳統的運輸方式，也是18年春運負增長的主要原因。而鐵路和民航的增速依然在正值區間，尤其民航運輸旅客增速依然在12%的兩位數增長。因此，春運增速的轉負部分原因在於傳統運輸方式萎縮，大家選擇更為高端的方式出行。

從旅遊來看，雖然國內遊增速下滑，但出境遊增速顯著上升，比如作為國人第一大出境目的地的香港，18年的訪港旅客總數達到106.5萬，同比增長14.5%，增速創4年新高，另一重要目的地的泰國在春節吸引中國遊客人數達31.3萬，同比增長24%。

而從電影票房來看，18年春節黃金周電影票房收入56.8億元，同比增長70%，增速遠高於去年同期的11%。同時大年初一中國電影票房還以12.62億的成績，打破全球單日票房的世界紀錄。

因此，春節旅遊和零售增速下滑的背後，可能在於居民的消費習慣發生了變化，大家有錢以後要麼出去看世界，要麼躲避春運擁擠乾脆在家看電影，不再選擇隨大流地春節返鄉，因而導致了春節運輸和消費增速的下滑。

二是過度舉債買房的後果。從各地披露的春節零售數據來看，中西部地區成為春節消費的主力，而一線城市消費普遍下滑。而從零售增速的下滑來看，尤其以一線城市的下滑最為明顯。比如春節北京重點企業零售額同比增長4.8%，而去年是9.8%。春節天津重點企業零售額同比增長6.7%，而去年是10.2%。

在2015年時，中國居民的總負債大約30萬億，其中27萬億商業貸款、3萬億公積金貸款。到2016年中國居民總負債升至37萬億，到2017年末上升至45萬億。假定貸款利率平均5%，那麼意味著中國居民一年的債務利息就達到2.25萬億，比16年增加了4000億，人均債務利息支出增加了大約300元。而統計局公佈2017年中國人均可支配收入大約2.6萬元，這也就意味著居民收入1%被拿去償還新增債務利息去了。這也就意味著如果中國居民過度舉債的行為不發生變化，那麼未來每年的消費增速都會下降1%甚至更多的水平，過度舉債和消費的長期穩定是互相矛盾的。

三是體現了經濟下行的影響。

目前對於18年中國經濟的增速預期存在著巨大的分歧，由於17年的全年GDP增速出現了企穩回升，樂觀人士預期經濟新週期已經啟動，18年的經濟增速會更好。但是從我們觀察到的鐵路貨運量、重卡銷售等數據來看，其實17年4季度以來的中國經濟增速就出現了明顯的下降，而春節消費和春運增速的下滑只是另一個印證。

策略研究

上證綜指2638 點來的復盤：行業分化四梯隊

核心結論：①16年1月底以來A股結構分化顯著，一梯隊邁向15年中高點，如上證50、中證100，二梯隊靠近15年底點位，如上證綜指、中小板指，三梯隊底部震盪走平，如中證500，四梯隊陰跌創新低，如創業板指。②結構分化源於盈利趨勢、估值水平，行業層面一梯隊如白酒、家電等，二梯隊如週期、電子等，三梯隊如券商、機械等，四梯隊如計算機、傳媒等。③結合盈利估值、基金持倉，目前較優的如銀行、汽車、電子、券商等。

上證綜指2638點以來指數分化明顯。①新時代經濟平、盈利上，盈利增長推動市場中樞抬升。②上證綜指2638點以來指數分化成四梯隊。一梯隊：已越過15年底熊市最後一輪下跌前點位，接近15年6月牛市高點，包括中證100、上證50、滬深300。二梯隊：震盪中樞不斷抬升，逐漸靠近15年底熊市最後一輪下跌前點位，包括上證綜指、中小板指。三梯隊：中證500 整體震盪走平。四梯隊：創業板指持續走熊。③分化本質源於盈利和估值的匹配度差異。一梯隊估值盈利雙擊帶動股價走牛。二梯隊盈利回升，估值中位，股價震盪上行。三梯隊盈利回升對沖估值消化，整體震盪。四梯隊估值盈利雙殺，股價走熊。

一梯隊：盈利估值雙擊，持續加倉。一梯隊行業已越過15年底熊市最後一輪下跌前點位，接近甚至超越15年6月牛市高點，呈現牛市形態。統計16年1月底至今漲跌幅，白酒（201%）、家電（104%）、保險（127%）、銀行（48%）。從估值盈利角度看，這一上漲其實是戴維斯雙擊的過程，盈利好轉推動股價上行，進而帶動估值修復。綜合盈利估值匹配和機構持倉，金融特別是銀行低估低配優勢明顯。

二梯隊：盈利回升，估值中位，波段加倉。二梯隊行業震盪中樞不斷抬升，逐漸靠近15年底熊市最後一輪下跌前點位，統計16年1月底至今漲跌幅，鋼鐵（44%）、煤炭（41%）、有色（36%）、石化（32%）、建築（17%）、建材（41%）、地產（20%）、汽車（17%）、食品（66%）、電子（31%）、醫藥（16%）。二梯隊行業16年1月底估值多數處於歷史中位水平，股價上漲更多來自於盈利。地產、電子低估低配優勢明顯。

三梯隊：盈利回升，估值消化，多數減倉。三梯隊行業基本屬□16年1月底以來底部震盪的行業，統計16年1月底至今漲跌幅，交運（11%）、化工（10%）、機械（-4%）、電力設備（-6%）、輕工（4%）、旅遊（4%）、批零（-0.2%）、農業（-2%）、通信（6%）、公用事業（-0.1%）、券商（-1%）。三梯隊行業16年1月底估值多數處於歷史高位，雖然多數行業16年底以來盈利在逐步回暖，但處於估值消化的過程，股價因此呈現底部波動。券商、交運行業低估低配優勢明顯。

四梯隊：盈利估值雙殺，持續減倉。四梯隊行業基本是自16年1月底以來持續走熊的行業，統計16年1月底至今漲跌幅，紡織服裝（-8%）、計算機（-26%）、國防軍工（-27%）、傳媒（-34%）。戴維斯雙殺，16年1月底行業估值處於歷史高點，過去兩年盈利持續下滑，股價走熊。傳媒行業低估低配優勢明顯。

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。

金融工程

A股市場特徵研究（六）——從週期調整市盈率（CAPE）看中股市當前的估值水平

本文詳細介紹了諾貝爾經濟學獎獲得者Robert Shiller提出的週期調整市盈率（CAPE，Cyclically Adjusted Price Earnings），並就標普500和上證綜指的CAPE進行了一系列分析和對比。

週期調整市盈率。諾貝爾經濟學獎獲得者Robert Shiller在1998年的論文中，首次提出了著名的週期調整市盈率（CAPE，Cyclically Adjusted Price Earnings）。該估值比率的分子為通脹調整後的實際股價（Real Share Price），分母為前10年通脹調整後每股實際收益（Real EPS）的平均值。

標普500的CAPE與未來實際收益呈負相關。CAPE越低，標普500未來十年的平均實際收益越高。當CAPE小於6時，標普500未來10年的實際年化收益在3.64%和13.74%之間。而當CAPE超過40時，收益大幅下降至-7.51%到-4.31%之間。

CAPE和未來實際收益之間的關係在全球其他市場依然成立。按照CAPE將全球30多個主要市場從小到大排序，買入前1/3且數值小於15的市場指數，每年再平衡一次。該簡單策略的年化收益為14.7%，最大回撤僅為-17.8%。

上證綜指的CAPE越高，未來1-5年的平均實際收益越低。歷史數據表明，上證綜指的CAPE也與未來實際收益存在負相關性。而且，隨著時間跨度的增加，這種相關性逐漸加強。當時間跨度為5年時，兩者的相關係數達到-0.83。

上證綜指當前的CAPE處在歷史低位。截止2017年12月31日，上證綜指的CAPE為16.09，不到歷史平均水平32.77的一半，位於2.5%的分位點處。倘若CAPE的均值回歸假設在中國市場上同樣成立，那麼從3-5年的維度來看，A股市場依然極具投資價值。

對CAPE的質疑。CAPE能否作為判斷市場投資價值高低的標準，學術界和業界都存在不少爭議。但焦點並不在指標本身，而是在其比較標準。因為越來越多的投資者相信，估值中樞並非一成不變。相比過去，當前美股CAPE的中樞已經抬升了很多。最常見的理由包括盈利結構的變化、長期的低利率環境和人口老齡化等。但是，不管如何計算，當前美股市場的CAPE都已大幅偏離其中樞。

風險提示。市場系統性風險、模型誤設風險、歷史規律不一定能代表未來。

固定收益

與貨幣增速相比，國債利率太高了！

債市跟漲不跟跌。年初以來中國債市表現堅挺，和美債跟漲不跟跌，比如在春節期間10年期美債利率創下2.94%的新高，而節後國內債券利率只是走平，但隨著上周10年期美債利率回落至2.9%以內，中國10年期國債利率又有小幅下降。

利率絕對水平太高。由於中國國債可以抵扣25%的所得稅，所以3.9%的中國國債相當於稅前5%的無風險利率，其實比美債高出200bp。

貨幣增速已不足。當前銀行總資產增速僅為7.4%，比去年同期腰斬一半。這不僅不夠支撐房地產泡沫，可能也保證不了6.5%以上的經濟增速和2%以上的物價上漲，甚至是連保障債務利息支出的貨幣都不夠了。因為按照目前5%左右的無風險利率，企業的綜合平均融資成本肯定都在7%左右甚至以上，如果銀行創造的貨幣增速也只有7%出頭，那麼肯定有很多企業連還利息的錢都借不到，而這也是今年以來各種信用事件頻繁爆發的原因。

資金需求已萎縮。目前市場主流觀點認為去杠杆導致資金供給減少，因而利率趨於上升，但這個想法的背後其實假定需求是穩定上升的。但是從17年4季度的貸款利率走勢看，企業一般貸款利率居然出現了下滑，從3季度的5.86%降至5.8%，其實意味著信貸需求出現了大幅萎縮。

債市已至拐點期。我們一直堅定地認為，高債務的中國經濟長期絕非走向高利率，因為兩者不相容。因此在中國經濟去杠杆、降債務的過程中，利率走勢將是先升後降，起初貨幣的收緊體現為資金供給減少，利率上升。但18年的實體融資需求將大幅下降，與之相應利率也將步入下行拐點期，當前的債市具有不錯的配置價值。

風險提示：基本面變化、貨幣政策不達預期、資金面大幅波動。

行業點評

煤炭：美進口政策不改全球需求，仍可期待旺季

市場之前場擔憂鋼廠限產延長至5月，導致焦煤焦炭需求受壓制，但新公佈的唐山鋼廠的限產比例從50%回落至10-15%有利於擴大鋼鐵對焦煤的需求，因此本周市場對煤炭投資的積極性開始回升。美國總統特朗普希望24%的鋼鐵關稅和10%的鋁關稅，市場認為該政策還是會對國內的鋼鐵市場構成衝擊，進而影響焦煤需求，但我們並不這麼認為，因為從全球看，中國鋼鐵減少可以由其他國家彌補，焦煤需求不會因此事有較大變化。相反，特朗普1.5萬億美元基礎設施建設計劃，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，反而有望推升鋼鐵和焦煤的長期需求。美國掀起的貿易抵制或將推升通脹，資源股價值提升的時代或將展開。在美國的貿易管制政策下，近期原油等大宗品明顯反彈，我們認為單純的國內供需已不能完全代表趨勢，在受益美國基建帶動和煤炭3月開工預期的前提下，煤炭股仍有機會，投資節奏仍然參考我們之前的2018年三段機會論。

風險提示：節後開工需求改善並不明顯。

農業：估值低位疊加“兩會”主題，建議積極關注

2017年農業股走勢疲弱，全年下跌8.7%，位居全行業倒數之列，同期大盤上漲6.3%；2018年初以來，農業板塊持續頹勢，截止2月23日跌幅達7.6%，跑輸大盤5.4個百分點。從公募基金2017年底發佈的持倉報告統計，農林牧漁行業配置市值略高於100億元，占股票投資市值比例不到0.7%，而標準配置比例約0.9%。根據我們統計，自2013年一季度以來，低配的情況僅出現6次，而目前的農業股無論絕對配置比例或相對配置比例都已達到五年低位。我們認為，2018年農業股表現不佳，並非由於基本面的變化導致，而是受到獐子島扇貝絕收、資金監管新規等事件的影響。

當前生豬價格延續弱勢，最近已經跌破13元/公斤，全年均價或較2017年有所下降，對生豬養殖公司的盈利會有一些影響；但飼料、動物疫苗、種子等子板塊仍有望實現全年盈利的穩定增長，禽養殖板塊的景氣度大概率將會回升。目前基本面較好的隆平高科、生物股份、海大集團等一線個股由於前期調整幅度較大，估值優勢逐漸凸顯；禾豐牧業、新希望、大北農等二線個股的估值也處於歷史低位水平，同樣值得重點關注。

此外，今年“兩會”將於3月3日召開，或將催生農業板塊的主題性投資機會。我們統計了2000年以來農業板塊在“兩會”召開前一個月至“兩會”開始期間的表現，農業股取得超過7%的平均收益，且在過去17年中僅有一次未取得正收益。我們建議重點關注蘇墾農發、北大荒等直接受益政策扶持的種植產業鏈龍頭企業。

風險提示。農產品價格大幅下滑。

石油天然氣：民營煉化，主業高景氣，煉化添亮點

我們認為，PTA-滌綸產業鏈將是2018年石化行業全年重要的投資主線，重點關注：桐昆股份、恒力股份、榮盛石化、恒逸石化等。

PTA-滌綸延續高景氣，提供業績與估值支撐。（1）我們認為2018年價差供需繼續改善，PTA價差有望擴大，景氣提升；滌綸價差穩定，景氣延續。（2）供給有序增長。根據我們的統計2018年投產的PTA-滌綸項目有限，且主要集中於龍頭企業，供給相對有序。（3）需求持續改善。下游紡織服裝在出口拉動下，年增速繼續提升，從而拉動原料需求。

大煉化項目陸續建成，打開市值空間。目前PTA-滌綸的四家龍頭公司分別建設了大煉化項目，一方面是為了完善產業鏈，彌補PX的原料短板；另一方面也為公司增添了新的利潤來源。這些項目包括：恒力石化投資建設2000萬噸煉油項目；榮盛石化、桐昆股份等投資建設浙石化4000萬噸煉油項目（其中一期2000萬噸）；恒逸石化投資建設文萊800萬噸煉油項目。我們預計這些項目將在2018年底陸續建成投產，項目的達產將為公司帶來豐厚的利潤，從而打開這些PTA-滌綸龍頭公司的市值空間。

民營煉化，將是2018石化行業持續關注熱點。在現有PTA-滌綸主業提供業績支持的基礎上，大煉化項目的穩步推進將不斷吸引市場目光，我們建議關注民營煉化板塊性的投資機會，關注PTA-滌綸行業龍頭。

風險提示。原油價格回落，煉化行業景氣度下降，煉化項目進度低於預期。

軟件：從富士康工業互聯網看智能製造IT

工業互聯網純正標的即將登陸A股，富士康工業互聯網股份有限公司預披露招股說明書，首家純正的工業互聯網公司即將登陸A股資本市場。富士康是全球領先的通信網絡設備、雲服務設備、精密工具及工業機器人專業設計製造服務商。公司募投項目投入以工業互聯網、智能製造升級為核心的八大項目。

工業互聯網是智能製造升級關鍵一環，我國於“十二五”將工業互聯網列為國家戰略級發展產業，2015年發佈《中國製造2025》計劃，將大力發展“工業4.0”，並與德國簽署合作協議。伴隨著政府支持的物聯網基礎建設逐漸到位，相關應用服務的建置將順勢快速發展。我們認為我國基礎物聯網建設到位後，未來將向雲端整合和大數據分析的趨勢發展，企業導入工業互聯網的進程將加快。工業互聯網的興起將進一步促進行業的轉型與升級。工業互聯網是以數字化、網絡化、智能化為主要特徵的新工業革命的關鍵基礎設施，其能夠精準地優化生產和服務資源配置，通過催生新技術、新業態、新模式促進現有產業轉型升級，並為製造強國建設提供新動能。智能製造興起給IT企業帶來發展良機。智能製造和工業互聯網的基礎是數字化、網絡化。網

絡升級是基礎。5G正在快速落地，其速度相對4G提升10倍，頻率效率、時延、連接密度等性能均大幅度提升，我們認為5G不僅帶來C端消費級產品升級換代，也將影響到企業端和工業級的數據采集、分析、共享和交換，成為推動智能製造的基礎。雲計算、大數據、人工智能是重要輔助。2015年政府工作報告中提出“互聯網+”，強調雲計算、大數據、互聯網與產業結合，促進其健康發展，其中製造業是重要一項，人工智能近幾年從理論走向實踐，圖像識別技術快速成熟，機器視覺是實現智能製造的重要手段，是自動化的關鍵一環，可見新技術的成熟是發展智能製造的重要輔助。工業軟件是核心。我們認為在工業在數字化、自動化發展的背景下，軟件定義工業是大趨勢，相關軟件均有改造、升級的需求，包括工業ERP、MES、PLM等軟件迎來發展良機。本土智能製造IT企業迎來發展良機。智能製造改造核心是數字化、自動化，顯著利好下游IT產業，由於工業信息化相對於其他行業信息化更加複雜，標準化程度低，定制需求大，需求本地服務，而我國軟件業特點即定制化能力強，本地服務能力強，完美契合智能製造改造需求，因此我們認為我國智能製造的發展將有力帶動本土相關IT企業業務發展。除工業軟件外，智能化改造重構工業生態，使得工業+互聯網深度融合，線下生產+線上交易將成為常態，利好工業互聯網、供應鏈金融相關企業。

2月投資組合：海康威視、大華股份、寶信軟件、漢得信息、易華錄、蘇州科達。

風險提示：部分並購到期出現業績滑坡影響並表利潤，部分細分領域信息化需求低於預期。

交通運輸：春運航空需求高增長，消費升級和旅遊需求旺盛共振

春運前22天旅客出行數據公佈。各類出行方式中，民航旅客出行增速最快，在各類出行中旅客人次占比穩步提升。從過去3年數據來看，2016年春運期間鐵路發送旅客同比增長10.8%、民航同比增長8%；2017年春運起降鐵路發送旅客同比增長10.1%、民航同比增長13.7%；2018年春運前22日，鐵路發送旅客同比增長4.49%、民航同比增長11.87%。民航旅客出行人次占比逐步提升，自2017年春運起成為各類交通運輸中增速最快的出行類別。

2018年春運旅客量呈現前期分散、後期集中效應，數據前低後高，春運後期民航票價有望提升。從春運每日旅客量數據來看，無論是總量還是民航客運量增速，均呈現前低後高趨勢。我們在《2012-2017民航春運回顧，及2018春運展望》中詳細說道：由於2018年春節較晚，可類比2015年春運數據，由於春運後期學生返校、探親客流返程、務工人員外出等多股客流疊加，導致春運後期旺季尾部效應明顯且持續時間較長。對於民航而言，高需求有望推動票價上行，在2018年民航限供給、控總量的背景下，票價有望呈現較高彈性。

從供需差數據來看，2015年春運後兩周RPK較ASK同比高5pct以上，從歷史上看，過年晚春運後容易出現三期疊加的情況，旺季後期尾部效應明顯。同樣，不考慮航距的供需差（旅客量同比-航班量同比）也出現同樣的情況，2015年春運後供需差出現顯著上升。供需差加大也傳導到了票價、客座率端，2015年，春運後四周裸票價格同比上漲超10%，客座率也大幅提升，導致剔除燃油的客公里收益大漲。今年春運和15年類似，但考慮到17年基數上升，成本端同比升勢較快，預計18年春運盈利增速較15年農曆同期偏低。

維持18年彈性看航空（後續4月提價之後預期差情況），穩健看機場的邏輯不變。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

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。