

## 策略

### 輕風格重龍頭

11年不會重現，中期趨勢向上。①2018年和2011年表面上有些相似。一是宏觀背景類似：經濟增速和通脹回升，貨幣政策邊際趨緊。二是盈利背景類似：盈利回升週期持續1年多。三是盤面特徵類似：市場形態類似於ABC浪的調整形態。②實質上卻不同，市場中期向上趨勢不變。從流動性看，2011年流動性系統性偏緊源於通脹高企，而2017年起貨幣政策轉向中性偏緊，並非源於通脹壓力，而是因為金融監管、去杠杆，利率結構性上行。從基本面看，2011年盈利改善源於需求擴張，在四萬億投資計劃的刺激下，GDP當季同比從09Q1最低的6.4%回升至10Q1最高的12.2%。2016年以來我國GDP同比增速在6.7-6.9%之間波動，經濟保持平穩增長，然而企業盈利改善更加明顯，這主要是源於：產業結構優化、行業集中度提升和企業國際化加快。從估值看，2011年A股大跌前累計漲幅較高，估值處於歷史高位，2016/01至今萬得全A指數漲21.0%，全部A股漲跌幅中位數為-1.7%，相較而言目前A股市場累計獲利不大。

淡化風格，重視龍頭。①最近一周市場風格偏向成長。最近一周市場風格開始偏向成長，上周上證綜指跌-1.0%，上證50、滬深300分別跌-3.1%、-1.3%，中小板指、創業板指分別漲2.3%、6.2%。由此部分投資者擔憂市場風格會否走向另一個極端。我們認為中期價值龍頭攜手成長龍頭，全年市場風格會更加均衡，上周風格突變更多源於IPO發行制度改革的市場討論和代表性價值龍頭業績不達預期。②核心是估值和盈利的匹配，龍頭效應不變。最近一周市場風格更偏向成長，核心源於目前價值和成長的估值匹配度較為接近，一旦出現擾動，短期風格就會出現蹺蹺板現象。新時代我國經濟步入由大到強的階段，隨著行業擴容空間收窄和集中度不斷提升，龍頭公司更易從競爭中脫穎而出，龍頭效應將是中長期趨勢。

應對策略：輕風格，重龍頭。①保持積極，中期向上趨勢不變。回顧我們中期觀點：16年1月底上證綜指2638點時提出熊市結束進入類似春天的震盪市，17年12月9日《新時代，新牛市——2018年A股投資策略-20171209》提出市場有望從上證綜指2638點以來類似春天的良性震盪，演變為牛市初期，即春末走向夏初。對比歷史，A股短期回調空間較充分，目前在盤整積蓄力量。A股中期向上趨勢不變，源於企業盈利保持較高增長、發展股權融資推動資產配置偏向股市。②業績為王，市場風格更均衡。2017年價值風格走強本質是源於投資者追求盈利的確定性，價值股和成長股的盈利趨勢分化決定風格切換，展望18年預計價值龍頭攜手成長龍頭。價值類股中金融尤其是銀行性價比最高，盈利趨勢向上、估值低、基金配置低。新時代滿足人民美好生活需要的行業包括先進製造、新興消費等，關注光通信（5G）、半導體、創新藥等。

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

### 創業板50 vs 上證50——大小盤輪動研究

自2018年以來，大小盤風格的波動極為劇烈。因此，預判大小盤風格對於獲取穩健的投資業績顯得尤為重要。前期研究成果表明，利率水平的變化與市場波動率是兩類較為有效的大小盤風格先行指標。因此，本文基於上述兩類指標構建了量化模型，預測未來1個月大盤強於小盤的概率，從而輔助大小盤風格輪動。

2018年以來模型預測得到的大盤概率持續回落，短期內小盤風格更優。為了兌現這一判斷，需要選擇合適的能夠代表小盤風格的指數。在實際操作中，我們推薦投資者從多個角度對於備選指數進行分析，並以創業板50指數為例進行了簡要討論。

短期限利率水平變化和市場波動率對於短期大小盤風格具有明顯的預測效果。使用2006年以來的數據可分別計算利率水平變化、市場寬基指數波動率與未來一個月大小盤風格收益的跨期相關性，結果表明：1) 短期限利率水平變化與未來大小盤風格收益正相關；2) 市場波動率與未來大小盤風格收益負相關。

使用短期限利率變化與市場波動率可計算風格概率，並協助風格輪動。在實際的應用中，投資者可基於波動率以及利率數據每日可更新的屬性，在特定時點計算未來1個月大盤強於小盤的概率。進入2018年以後，隨著短期限利率的回落以及市場波動率的抬升，模型給出的大盤強於小盤的概率逐漸降低，並持續保持在40%的水平以下。模型基於最新的市場數據預期，市場風格在短期內偏向小盤。

小盤指數的篩選。由於市場上的小盤指數較多，投資者在選擇小盤指數時可從指數的構成、盈利成長性、當前估值水平以及收益性4個方面進行分析。本文以近期表現較好的創業板50指數為例，進行了簡要分析。

風險提示。市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對模型表現產生較大影響。

### 2017年公募基金回顧系列之（二）：夜空中最亮的星——特色產品&公司篇

2017年產品發行趨勢。2017年產品認購熱度較2016年下降，在產品趨勢方面：FOF閃亮登場；港股概念基金受到追捧；主動量化產品延續發行熱潮；債券指數型產品大量佈局。

2017年基金公司新趨勢。（1）、行業重新洗牌：2017年底規模排名前十的基金公司相較於2016年底排名變化較大，易方達基金、華夏基金、中銀基金、匯添富基金和廣發基金的排名均有所上升；

（2）、業績優異公司規模快速擴張：主動權益基金規模增量與基金公司管理業績相關度高，固定收益型基金規模受產品特性和機構資源影響較大；（3）、新基金公司大量獲批，形式更多元化

（4）、員工股權激勵繼續推進。

2017年夜空中最亮的星。(1)、明星產品：規模巨無霸的主動權益基金——易方達消費行業、上投摩根核心成長、東方紅滬港深、嘉實滬港深精選；業績優異的主動債券基金——易方達安心回報；超額收益顯著的指數基金——景順長城滬深300；(2)、明星基金公司：東方證券資管——價值投資踐行者；易方達——整體偏向成長風格，權益固收比翼齊飛；國泰——人才輩出，投資風格多元化；興全——長期股債雙牛，業績穩健；嘉實——全天候，多策略戰略。

風險提示。本報告基於基金歷史數據進行的客觀分析點評，涉及的基金以及基金公司均不構成投資建議。

## 行業研究

### 家用電器與器具：溫故而知新：白電行業2017年度總結盤點

空調行業：持續超預期的2017。空調2017年終端高景氣疊加渠道補庫存，全年內銷超預期。據產業在線數據，空調行業2017年全年銷量14170萬台，同比增長31%。其中內銷量8875萬台，同比增長47%；外銷量5295萬台，同比增長11%。空調外銷市場連續兩年維持了10%以上的穩定增長，內銷17年則迎來了終端高景氣疊加渠道補庫存的雙重利好。格局：內銷端格力及美的全年出貨分別同比增長32.5%及83.2%，市佔率達38.6%及22.5%。外銷端格力及美的全年出貨同比增長15.3%及12.9%，市佔率達22.2%及27.9%，內外銷雙寡頭格局穩固。價格端17年在原材料價格壓力下僅上漲5.7%，整體來看空調產品無明顯技術性更新換代，價格上行空間不大，但存在由低端轉向中端及高端產品的消費升級。

洗衣機行業：平穩升級的2017。洗衣機受益滾筒需求快速增長，17年增長平穩向好。17年總銷量6407萬台，同比增長7.7%；內銷出貨4414萬台，同比增長7.3%；外銷出貨1993萬台，同比增長8.6%。滾筒需求的快速增長助力洗衣機17年內銷增速繼續穩步上行，環比2016年增速增加1.9pct。格局：全年來看洗衣機行業雙寡頭表現優於行業整體，美的份額連年顯著提升助推行業集中度提升，內銷CR2=63.5%（同比+2.5pct），外銷CR2=28.1%（同比+2.1pct）。價格端：17年行業均價上升11.3%，幾大龍頭終端均價均有10%以上增幅。一方面因為2017年上游原材料價格壓力傳導至下游，廠商及終端均有提價；另一方面均價較高的滾筒洗衣機佔比不斷提高，推動行業整體均價提升。我們認為未來伴隨高增速、高均價的滾筒洗衣機佔比進一步提高，行業均價上升是必然趨勢。

冰箱行業：內銷不振，均價提升。2017年家用冰箱總出貨量7507萬台，同比增長1.2%。全年內銷出貨量4480萬台，同比下滑5.3%；外銷出貨量3027萬台，同比增長12.7%。內銷需求不振仍然是冰箱銷量的主要拖累。格局：內銷CR4同比提高4.1pct至62.7%。相比空調及洗衣機市場的雙寡頭格局，冰箱市場龍頭集中度最低，美的冰箱連年的逆勢表現印證了冰箱行業整體雖低迷，但行業格局仍大有可為，龍頭仍可通過收割其它品牌獲得遠高於行業整體的增長。價格端：2017年行業整體均價同比2016年上升13.8%，價格大幅上升原因與洗衣機行業相似：一則原材料上漲壓力下，廠商及終端提價以傳導漲價壓力；二則產品向多開門、變頻、風冷等方向的升級下均價自然提升。價格上升幅度高於洗衣機及空調蓋因整體行業集中度最低，因而整機廠議價能力不及洗衣機空調，在面對上游原材料漲價壓力時，需要向下游終端做更多傳導以消化成本壓力。

投資建議。空調：長期成長空間廣闊，短期行業無需過憂。長期來看，我們認為未來隨著可支配收入的進一步提高，國內空調保有量仍有1倍以上增長空間。外銷方面，我國空調產能優勢顯著，東南亞市場漫長的高溫天氣，龐大的人口規模及向上的經濟潛力，為外銷空調市場提供了充分增長動力。展望18年，空調行業亦無需過度悲觀，一則終端需求高景氣後行業進入新一輪補庫增長，二則更新需求漸起削弱地產後週期影響。冰洗：行業結構升級助增長，龍頭整合正當時。冰洗兩個子行業相似之處在於國內保有量已接近行業天花板，行業整體增長空間不大，但冰洗行業同時具備兩大機會：一則產品結構升級助推增長：洗衣機滾筒替代波輪，冰箱向大容量、多開門、風冷變頻升級；二則行業集中度仍在提升當中，龍頭整合不具名品牌空間仍大。

風險提示。房地產增速下滑，人民幣匯率波動。

### **造紙輕工：進口廢紙新標實施在即，推薦山鷹紙業**

進口廢紙新標實施在即：2018年1月11日《進口可用作原料的固體廢物環境保護控制標準》正式發佈，對外廢進口標準明顯趨嚴，進口廢紙含雜量從之前的1.5%下調至0.5%，這意味著進口廢紙的環保要求將更加嚴格。

18年廢紙供應緊張將是大概率事件：外廢進口標準明顯趨嚴、進口混合廢紙禁入，並且考慮到外廢配額的下降以及國廢供應短時間無法大幅增加，我們判斷18年廢紙供需還將處於緊平衡的狀態，中性預測2018年廢紙缺口至少在300萬噸以上。

內外廢價差擴大，龍頭明顯受益：自2017年下半年開始，外廢價格持續走低以及國廢價格的上漲導致內外廢價差擴大，根據前七批的審批情況，龍頭大廠獲得外廢主要份額，這意味著大廠擁有更明顯的成本優勢。

箱板瓦楞紙價格迎來漲價窗口期：春節後各大紙企陸續發佈提價函意味著紙價進入新一輪上漲窗口，我們認為漲價主要和低庫存以及春節後的傳統小旺季有關，目前箱板瓦楞紙的低渠道庫存以及春節後的補庫存需求，為後續漲價提供較好基礎。

18年實際投產可能低於預期，環保持續嚴格縮減中小產能：據規劃2018-2019年新增產能分別是400-500萬噸的規模，市場對新增產能存在明顯擔憂，我們預計受環評等政策嚴格、以及原材料供應影響，新增產能實際投產可能低於預期；行業需求端維持平穩增長，18年供需關係維持平衡狀態。

箱板瓦楞紙龍頭份額逐漸集中，產能利用率提升，行業話語權較強：隨著15-16年環保去產能的影響，對應的是箱板瓦楞紙行業產能的逐漸退出以及行業產能利用率的向上提升，箱板瓦楞紙行業CR3佔比達到34%，疊加上下游產業集中度較為分散，龍頭的話語權以及對於市場引導能力逐漸增強。

風險提示：原材料及價格波動風險，行業產能投放集中衝擊市場。

### **有色金屬：堅守鈷和銅**

堅守鈷和銅。鈷目前處於產業高盈利狀態。新能源產業鏈實現高盈利，其下游需求經過多年培育，具有明顯的擴散慣性，伴隨價漲量增，板塊估值會越來越低。產業鏈盈利機會難得，須珍惜。鋰的邏輯類似鈷，不多贅述。

相比鈷，銅板塊最大的區別就是尚未處於明顯盈利期。從紫金礦業2017年度業績預告來看，利潤已經陸續釋放，板塊盈利已經出現明顯改善跡象。近期市場擔憂強勢美元對銅價的壓制，關於這個問題，FED近期的加息表態對美元屬~~正~~影響因子；長期的大趨勢是加息初期（一般指美聯儲基準利率3%以內）全球經濟復蘇，美元相對弱勢（其他經濟體往往復蘇較美國快，源於基準體量更小），因此銅價上漲邏輯明確。而只要銅價在高位時間足夠長，企業的盈利必將釋放，龍頭品種紫金礦業。鋅、鋁、錫邏輯類似銅，不多贅述。

此外，值得一提的是：鎳和貴金屬目前處於底部。鎳的邏輯核心是供給下降和新能源汽車高鎳電池的新增需求刺激。而貴金屬作為資產等價物，在溫和通脹期跟隨基本金屬上漲；滯漲期是其上漲溫床。我們看好未來2-3年貴金屬走勢。龍頭品種：山東黃金、興業礦業。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期。

## 石油化工：民營煉化，主業高景氣，煉化添亮點

我們認為，民營煉化將是2018年石化行業全年重要的投資主線。

PTA-滌綸延續高景氣，提供業績與估值支撐。（1）2018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-滌綸行業龍頭桐昆股份、恒力股份、榮盛石化、恒逸石化及原料輕質化龍頭衛星石化。

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。

## 食品：財報季開啟，業績是硬道理

財務季開啟、業績是硬道理。上周大盤指數漲跌幅為0.87%，申萬食品飲料指數漲跌幅-2.63%，白酒板塊指數漲跌幅為-3.26%，啤酒板塊指數漲跌幅為0.31%，乳業板塊指數漲跌幅為-4.50%。上周板塊

整體表現弱於大盤，主要受乳業、白酒板塊下跌影響，投資建議上，目前市場風格較分化，我們認為近期財報季開啟，建議關注後續業績表現。上市公司層面建議優選業績增速確定性高、估值偏低的上市公司，目前最看好可選消費（高端白酒）行業回調後的投資機會。

風險提示：經濟增速大幅下滑；食品安全問題。

### 交通運輸：春運航空數據前低後高明顯，第三周座公里收益大漲

春運前28天旅客出行數據公佈。我們在《2012-2017民航春運回顧，及2018春運展望》中詳細說明，由於2018年春節較晚，整體客流呈現春運前客流分散、春運後客流集中的情況。具體到數據表現，客流量同比去年農曆同期，春節前旅客量增速同比增速較春節後明顯較低。民航在各類出行方式中增速持續保持領先。

從量價數據來看，旅客量前期分散、後期集中效應亦十分明顯。根據CADAS數據，春節前2周（2月1日-2月14日），國內座公里收益相較於去年春節前2周同比下滑5.6%、客座率同比下滑3.2%，折扣票價同比下滑2.3%。春節後1周（2月15日-2月21日），國內座公里收益相較於去年春節後1周同比上漲8.9%、客座率同比上漲3%、折扣票價同比上漲5.8%。

機場方面，上周進出港航班量同比增長15.5%，進出港旅客量同比增長9.4%。樞紐機場方面，首都、浦東、虹橋、廣州和深圳機場進出港航班量同比變動分別為0.9%、3.0%、-2.6%、11.7%和12.7%；對應的進出港旅客量同比變化分別為2.5%、6.3%、-2.3%、15.8%和20.8%。

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。