

## 策略點評

## 保持樂觀——兼論市場三大分歧

基本面變差？不，韌性很強。①18年GDP增長目標為6.5%左右，宏觀經濟保持平穩增長。3月5日國務院總理李克強在政府工作報告中提出2018年GDP增長目標是6.5%左右，與2017年的目標增速一樣。進一步分析驅動經濟平穩增長的動因，從支出法看，2017/2016年消費對GDP增長貢獻率為58.8%/64.6%，投資為32.1%/42.2%，出口為9.1%/-6.8%。這與2010年截然不同，當時投資貢獻經濟增長的六成，現在消費已經成為支撐經濟增長的主力，消費本身有很強的韌性。②新時代的基本面特徵是經濟平盈利上，盈利仍保持高增長。中國正步入經濟平盈利上的新時代，日本也曾在1975-1989年經歷過宏微觀的分化。兩者分化主要是源於：產業結構優化、行業集中度提升、企業國際化加快。我們預測2017/2018年A股淨利同比將達到17.5%/13.5%，對應ROE（TTM）分別為10.3%/11%，預計2018Q1淨利同比將達13%-15%。

金融監管暴露風險？不，穩字當頭。①“中醫調理”式降低杠杆率，流動性望平穩。防範與化解金融風險的核心為降低杠杆比例，第一種方法為“西醫手術”，即縮小分子，降低負債，這是美國和歐洲解決債務危機的模式；第二種方法為“中醫調理”，即分子負債維持穩定，分母GDP緩慢增長。中國採用的是“中醫調理”方法，“穩中求進”、“發展中解決問題”。不用擔心監管導致的資金面緊張，資金利率最終要與經濟增長和通脹水平相匹配。②降杠杆需要股權融資，金融監管有利於資產配置偏向股市。正是因為要發揮資本市場資源配置作用，過去1年多以來IPO不斷、不斷討論發行制度改革、推進新三板改革、不斷發行債轉股，各種政策均圍繞股權融資。從近期公募基金發行數量也可佐證資金正在流向股市，1月、2月公募基金發行額分別為679、614億元，而2017年月均為251億元。

風格逆轉？龍頭才是王道。①業績為王，市場風格更加均衡。近期市場風格的變化，引發了激烈的討論，我們一直提出，盈利才是決定風格的核心變量，盈利趨勢的變化、盈利與估值的對比關係最重要。截至目前上證50 PE（TTM）為11.8倍、我們預測18年淨利潤同比增速11%，中證100為13.3倍、11%，中小板指為32.8倍、25%，中證500為28.3倍、25%，無論是價值龍頭還是成長龍頭18年PEG均在1.1-1.3附近，盈利和估值匹配度正在靠攏。②真正的主線是龍頭，價值龍頭攜手成長龍頭。新時代中國經濟由大變強，行業集中度提升將鞏固龍頭地位，集中度提升帶來的龍頭盈利好轉是支持龍頭的核心動力。價值龍頭如金融尤其銀行、家電。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。每個階段成長的內涵和代表公司不同，目前和未來一段時間滿足人民美好生活需要的行業必然成為新時代的主導產業，如先進製造、新興消費，子行業如通信設備、電子製造、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。

## 固定收益

### 供需格局好轉，靜待配發機會——地方債回顧與展望

兩會召開，赤字率5年來首次下調，2018年地方政府債務限額公佈。作為存量最大的債券品種，地方政府債券重要性不言而喻，本文對地方債進行回顧與展望：

地方債發行回顧。1) 17年發行量下降。地方債發行自15年啟動，15-17年發行量分別為3.8、6.04和4.36萬億，其中置換債累計發行10.82萬億，新增債3.38萬億。總量上看，17年較16年明顯減少，但主要是置換債在減少，17年置換債發行2.77萬億，較16年減少約2萬億；新增債發行1.59萬億，較16年增加4000多億，新增專項債是地方債擴量的重要推動力。2) 項目收益專項債方興未艾。其是在專項債額度內、募集資金對應項目、由項目對應收益償還的品種，17年7月起發行，目前有土儲、收費公路和軌交專項債三類，累計發行近0.28萬億。城投融資功能剝離後，其有望取代融資平台成為未來地方政府融資的主要途徑。3) 定向發行佔比逐年上升。累計發行的10.82萬億置換債中，有3.5萬億採取定向發行，佔比32%。15-17年定向佔比分別約245%、32%、40%，逐年提高。

18年地方債淨增量下降。我們預計18年地方債淨增3.78萬億，較17年下降約3000億，發行量可達4.4-4.5萬億，較17年小幅增長。1) 地方置換債規模約1.6萬億。17年年底非政府債券形式存量政府債務有1.73萬億，考慮部分財政收入還款，預計18年置換債發行量為1.6萬億，較17年的2.77萬億大幅減少。2) 地方新增一般債額度不變。今年赤字率擬按2.6%安排，相應的地方財政赤字安排8300億。考慮到近5000億的到期量，新增一般債發行量約1.33萬億。3) 地方新增專項債額度增加5500億。18年專項債淨增1.35萬億元，比去年增加5500億元。考慮到1600億的專項債到期量，預計新增專項債發行量在1.51萬億。此外，各地可在本地區專項債務限額內統籌安排發行項目收益債，限額包括了當年新增專項債務限額以及上年末專項債務餘額低於限額的部分，17年地方政府專項債務限額7.27萬億，實際餘額6.14萬億，兩者相差約1.13萬億，可調度的空間較大。

赤字率下調的背後。18年雖然赤字率下調、地方一般債額度與17年持平，專項債限額增加5500億。1) 地方債新增總額符合預期，只是結構上專項債佔比上升。15-17年每年地方政府債務總限額與當年GDP的比值分別為23.2%、23.1%和22.8%，均在23%上下。18年新增額度2.18萬億。假設18年GDP名義增速為10%，那麼18年地方政府負債率預計在23.1%，基本保持穩定。2) 專項債佔比擴大是未來趨勢。一般債受到赤字率和赤字規模的約束，但專項債只受政府負債率約束，目前我國政府負債率36%左右，較60%紅線還有較大空間。未來專項債將是地方債擴容的突破口，在地方債體系中的比重也會逐年增加。3) 開前門才能堵後門。通過增加專項債“開前門”或是為了更好的“堵後門”，結合近期不少地區開始摸底隱形債務，或反映了政府處置隱形債務的決心更加堅定。

地方債發行利率。1) 地方債定價以國債收益率為基礎。17年地方債與國債的發行利差基本穩定在30-40BP。市場流動性和商業銀行配置的變動，也會影響地方債短期發行利率，帶來地方債發行利差的階段性變動。2) 各地區利差有差異但並不大。17年各地地方債發行利差確有差異，但相差不大，內蒙古發行利差最高（49BP），河南為36BP，相差也就13BP，大部分省市的發行利差落在這個範圍內。3) 專項債高於一般債，但市場化程度尚低。發現專項債發行利率要略高於同地區、同期限的一般債，

專項債之間發行利率也有區分，但這種區分度主要是對地區財力的識別，對標項目的差異性尚未反映。

地方債投資展望：供需格局好轉，靜待配置機會。1) 2018年供給壓力低於2017年。根據前文預測，2018年地方債淨增量較2017年下降。置換債中定向發行佔比逐年提升，預計今年仍會延續這一趨勢，緩解供給壓力。2) 前8個月供給壓力或高於去年。由於債務置換將在18年8月完成，18年置換債總量雖然較17年低，但預計均會在8月之前發行，故今年前八個月置換債發行量與去年相當，但新增債發行量將較17年同期提高約7000億。3) 貨幣或回歸中性，地方債需求有望好轉。地方債利率走勢與國債相同但彈性更大，這是由於銀行對國債需求較弱時對地方債需求會更差，也就要求更高的收益率，我們以地方債與國債的利差來表徵銀行對地方債的需求，可以發現這一利差與銀行超儲率走勢負相關。在貨幣政策和宏觀審慎雙支柱政策框架下，隨著金融監管持續落地並取得成效，貨幣政策有望由偏緊回歸中性，這也可以從18年以來資金利率大幅下滑得到印證，地方債需求或將好轉。4) 等待收益率上行後的配置機會。對於銀行自營資金而言，地方債與國債均免所得稅，主要區別一是資本佔用，這會帶來30BP左右的溢價；二是地方債流動性比國債差。當前10年期地方債與國債利差約51BP，15年6月以來均值約40BP，若不考慮流動性差異，地方債已具有一定配置價值。由於供給壓力和監管考核壓力，地方債與國債利差或仍將小幅上行，但隨著國債利率下行拐點出現，地方債與國債利差也將下行，而2019年起隨著債務置換到期，地方債的供給壓力下降，地方債與國債利差或將進一步縮窄。

## 行業研究

### 傳媒：美元下跌週期中的投資機會——系列I：傳媒

宏觀背景——本輪美元下跌週期開啟，可類比05-07年。現階段市場背景是美元正處於下跌週期之中，美聯儲加息週期下，仍無法抑制美元下跌步伐。通過與歷史做比較，我們發現上一輪加息週期內，美元同樣處於下跌週期。兩段加息週期之間金融形勢極為相似，我們判斷，上一輪加息週期內全球金融市場走勢，對現階段而言有很強的借鑒意義。

以史為鑒，2005至2007年，在新興國家經濟高速增長，美元處於下跌週期，新興經濟體紛紛效仿美國採取加息緊縮政策等利好下，新興國家股票市場屢創新高，金融市場崛起。展望未來，我們判斷全球經濟將持續復蘇，美國外其他國家或考慮跟隨美國腳步採取加息政策，再疊加美元持續下跌的背景下，資金將進一步流入除美國外的其他國家市場，尤其是新興經濟體金融市場有望再度繁榮。

行情分析：對2005-2007年全球8個國家及中美兩國的消費板塊做比較和分析。（1）各國整體表現分析：各國均處牛市，消費板塊無明顯超額收益。（2）細分結構分析：板塊走勢分化，發達國家傳統消費普遍走強，發展中國家新興板塊表現較好。（3）美國市場分析：科技板塊整體走強。（4）中國市場分析：傳媒及新興板塊整體表現欠佳。

估值分析：傳媒板估值塊當前處於歷史底部。2005-2007年間，傳媒板塊估值在2005年8月5日達到最低點22倍，在2007年8月31日達到最高點141倍，其間估值漲幅高達541%，在TMT行業中位居第二。目前傳媒TTM估值低於35倍，相對來看，當前傳媒行業估值處於歷史低位水平。

投資建議：關注政策支持下的傳媒及新興高成長行業。中國市場：1) 類比05-07年間美元下跌，當前時點美元持續走低，資金更多流入中國等新興國家。2) 政策支持轉型升級，新興消費市場受益於結構性調整。3) 新興板塊業績增速領先。新興消費市場有望受益於結構性調整的政策利好，成為推動經濟發展的新增長點，從長期看具有較好的投資價值。

風險提示：全球經濟增長不及預期；行業增速放緩；公司利潤增速不及預期。

## 航空航天與國防：海通軍工與你一起觀影《紅海行動》，暢聊軍工產業發展

“我們是中國海軍，我們帶你們回家”——從也門撤僑看國際化、有擔當的中國海軍。《紅海行動》是根據2015年發生的也門撤僑真實事件改編而成，此外影片開頭也描繪了中國海軍在索馬裡亞丁灣打擊海盜的情節。當前我國海軍日漸強大，在國際上承擔了越來越多的責任：積極承擔反海盜、醫療、救援的國際任務。此外影片上映時間選在大年初一更是告訴人們無論何時，哪怕是節假日，中國軍隊的備戰訓練絲毫不會放鬆，時刻保衛著祖國人民的安全。

“強者無敵”——後軍改時期，海軍陸戰隊大有所為。本部影片另闢蹊徑地選擇了海軍陸戰隊中的“蛟龍突擊隊”作為主人公。我國海軍陸戰隊是我國海軍五大獨立兵種之一，而蛟龍突擊隊則是海軍陸戰隊中的尖刀力量，自2008年起連續10年參加亞丁灣護航任務，也在也門撤僑任務中發揮重要作用。在本輪軍改中，我國海軍陸戰隊在編制上擴編成軍，並劃歸直屬海軍總部。據新浪軍事報道，2017年年底，我國海軍陸戰隊進一步擴張，預計在2020年代初，我國海軍陸戰隊的規模將達到2016年（1.2萬人）的3倍。

“臨沂號立即前往伊維亞”——細數影片中大腕武器與我國裝備建設。影片中各類中外武器裝備的亮相讓整部電影更加具備衝擊力與戰爭真實性。我們對劇情中出現的各類武器：海軍裝備中的054A護衛艦、071登陸艦、903補給艦、039潛艇；空軍裝備中的直9C艦載直升機、美國UH-1直升機、C-130大力神運輸機、殲-15艦載機；陸軍裝備中的T-72、M60A3坦克、VAB運兵車、軍用悍馬以及槍彈裝備進行了詳細的介紹，並透過它們展現了當前我國的武器裝備建設體系所取得卓越成就。

“做過這麼多演習，訓練，完全不知道是這種情況”——實戰化訓練意義重大。觀影結束後一個插曲也引起了我們的深思：一位特戰隊員在面對血淋淋的戰爭時說，做過這麼多演習，訓練，完全不知道是這種情況。這也提出了目前我軍面臨的某種困境：絕大部分現役軍人沒有經歷過戰爭。不過我國軍隊近些年將“實戰化”提到至高無上地位。從2018年起，全軍將按照新版《軍事訓練大綱》施訓。而一場場貼近實戰的對抗演練，將鍛造出一支支面向未來、堅決打敗一切來犯之敵的勝戰之師！

彩蛋：從“演員”身價看戰爭消耗與武器裝備價格。據導演片花中透露中國的054A型導彈護衛艦的造價高達14億元，是電影中“身價”最高的“演員”。其實放眼全球，我國的護衛艦真可謂高性價比的典範。最後我們根據網絡上的公開資料整理一些國內常見主戰裝備價格以饗讀者。

風險提示。（1）軍品訂單波動，（2）新品研發不及預期。

## 食品：高端白酒增速稳健，啤酒行业或迎变局

上周大盘指数涨跌幅为2.69%，申万食品饮料指数涨跌幅0.65%，涨幅在申万28 个子行业中排名第26。白酒板块指数涨跌幅为0.21%，啤酒板块指数涨跌幅为0.04%，乳业板块指数涨跌幅为-1.90%。上周板块整体表现弱于大盘，各板块表现都不突出，目前市场风格较分化，财务季开启，建议关注后续业绩表现。春节后白酒一批价格有所回落，主要是季节性因素及厂家发货因素所致。销量方面，各家发货节奏不一，整体来看预计一季度仍能保持20%左右增长。由此来看，我们认为主要高端白酒企业一季度有望延续高增长，收入和净利润增速20-40%。

上周啤酒行业也迎来大变局，多家国内外媒体报道华润啤酒或在洽购喜力中国业务。喜力是全球第二大啤酒公司，如能退出中国意味着市场集中度进一步上升。

风险提示：经济增速大幅下滑；食品安全问题。

## 有色金属：未来三周将现新变化

细数未来三周行业重要变化因子：

1) 鉴于美国近期经济数据强劲，我们认为3月21日（周三）美国加息大概率落地。而3月加息预期在近两周明显压制金属价格，一旦利空消失，金属价格有望反弹。

2) 铜库存季节性规律明显，往往每年3月为当年顶峰，源于春节前补库需求。

而从4月开始，库存大概率下降，将有望增强投资者信心。

3) 3月底开始，钴板块进入年报、季报静默期。

结合以上三点，首选钴板块，近期金属价格上涨和股价回调形成明显剪刀差，下游需求旺盛，企业利润释放确定性强，建议关注华友钴业，洛阳钼业，寒锐钴业。其次铜为首的基本金属板块，加息和库存利空将逐渐消失，首选紫金矿业；铝锌逻辑类似铜。

此外，持续提示两个中期级别的底部品种：镍和贵金属，前者源于新能源汽车高镍电池放量，后者源于资产价格上行，且最终引发等物价格的上行。

风险提示：供给侧结构性改革、下游需求低于预期。

## 信息服务：18 年计算机行业整体情况和 13 年的类比

从科技发展趋势和阶段来看，与13年类似。

投资科技股，我们认为关键是科技产业的发展趋势和阶段。14-15年的计算机大行情，本质移动互联网进入软件创新阶段，如在手机上支付和买金融产品（互联网金融）、玩游戏、看直播等等。同样

對於如今的AI時代，目前正處於AI硬件創新階段，即AI芯片在出貨和不斷降價的過程，不管是Google還是創業公司，都在做AI芯片。以AI攝像頭為例，預計深鑒的安防ASIC AI芯片有望三季度推出，AI攝像頭價格有望在四季度左右出現下降，在19年迎來大量出貨普及，之後再是出現各類新的軟件應用。當AI芯片降到幾美元級的時候，軟件創新開始大量湧現，新商業模式出現，那時才會形成投資軟件創新。那麼，站在現在這個時點，從科技產業發展階段來看，我們傾向於認為今年的計算機類似13年

從估值的角度看，處於觸底回升期，與13年相似。SW計算機PE（TTM）自2010年底的約57倍持續下降至2012年底的約30倍，之後在2013年開始逐漸回升，13年底業PE（TTM）約在43倍。而在經歷了14-15年的估值高峰後，行業整體在16-17年處於估值消化段，2017年最低點行業PE（TTM）約在44倍，接近13年水平。而截止2018年2月底，行業整體估值水平PE（TTM）在49倍，處於觸底回升階段。從業績的角度看，18年和13年類似，有反轉趨勢。2013年軟件行業一季度訂單回暖趨勢顯著，帶動行業13年整體淨利增速接近24%，顯著高於2012年，主要受益於下游智慧城市投入的加大，以及企業IT支出恢復增長。而從近兩年計算機行業業績增長來看，預計2017年相比2016年增速略有回落，同時預計18年行業內生淨利增速有望回暖。

機構持倉處於歷史低位，與13年初類似。根據Wind統計數據，自11年Q1以來，公募基金持有計算機板塊市值佔股票總持倉市值比重較為平穩，佔約在2.5%左右，13年Q2開始持續走高，至14年年底，達到約5.6%。而自2015年Q3以來，隨著監管收緊下新增外延的減少，以及市場整體風險偏好的下降，該比重持續走低，基金持倉從2015Q1的約12.9%下滑到2017Q4的低點約1.4%。

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。

## 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。