

2018年4月13日

銷售部 - 投資策略

宏觀

實體經濟觀察——4月經濟改善，不改下行趨勢

需求：下游地產、乘用車走弱，家電、紡服走強，文娛改善。中游鋼鐵改善，水泥、化工走強。上游煤炭走弱、有色分化、交運改善。

價格：3月房貸利率繼續上升，上周國內生資價格漲多跌少，國際油價回落。

庫存：下游地產回補，乘用車去化，中游鋼鐵、水泥去化，化工走平。上游煤炭有平有補，有色分化。

下游行業：

地產：3月房貸利率創新高，4月上旬41城地產銷量降幅擴大。乘用車：3月乘用車銷量增速保持平穩，經銷商庫存穩步去化。家電：1-2月三大白電廠家銷量增速漲多跌少，內需開局較旺。紡織服裝：3月柯橋景氣指數回升，1-2月庫銷比處同期高位。文體娛樂：上周電影票房同比環比均升，需求有所改善。

中游行業：

鋼鐵：上周鋼價漲、毛利升，社會庫存去化，鋼企庫存回補。水泥：上周全國水泥均價漲幅擴大，節前庫容比創同期新低。化工：上周PTA產業鏈價格全面上漲，滌綸POY庫存走平。機械：3月挖掘機銷量增速大幅回升，開工恢復疊加基數偏低。重卡：3月重卡銷量增速小幅回升，企業復工疊加環保治理。電力：3月發電耗煤增速大跌轉負，4月上旬小幅回升。

上游行業：

煤炭：上周煤價有平有降，電廠庫存去化、鋼廠庫存走平。有色：上周LME銅價漲、鋁價跌，銅庫存升，鋁庫存降。大宗商品：上周原油價格回落，CRB指數回落，美元震盪上行。交通運輸：上周航空客運周轉量增速回升，BDI、CCFI指數均降。

策略

如何撲捉現在的成長、未來的藍籌？

核心結論：①藍籌股是由前期成長股大浪淘沙演變而來，精選15支代表性公司，回顧可見他們上市以來股價和淨利潤年化漲幅普遍達20-30%。②藍籌因時而變，人口、技術、政策決定了不同時代的主導產業，如1990s消費製造的紡織家電、2000s工業製造的地產鏈、2010s信息時代的新興行業。③新時代現在的成長、未來的藍籌有望出現在先進製造、新興消費領域，如5G、半導體、新能源、機械自動化、醫藥、品牌服飾、新零售等。

大浪淘沙出藍籌，後視鏡看漲幅驚人。①後視鏡看持續持有代表性藍籌將獲得驚人回報。藍籌更偏向那些已經從快速成長期邁入穩定成熟期的公司。用後視鏡看，如果投資者眼光獨到，在企業快速成長期選對未來能演變為藍籌的公司，長期持有收益率將遠超同時期的股指收益率。②經濟增長支持藍籌壯大，結構調整決定藍籌變遷。從長週期視角看，中美藍籌指數（上證50、中證100、道瓊斯指數）收益率與經濟增長速度十分契合，可見藍籌股的持久收益其實是宏觀經濟增長的微觀價格體現，經濟增長是支持藍籌壯大的源動力。進一步研究發現藍籌股變遷的背後反映的正是經濟結構調整。

藍籌誕生於時代主賽道，業績是堅實支撐。①1990S：市場經濟嶄露頭角，勞動力驅動輕工業發展，消費製造藍籌崛起。1992年初社會主義市場經濟地位確立，改革開放速度加快，勞動力優勢是90年代經濟增長的主要驅動力，以新三件（彩電、冰箱、洗衣機）為代表的家電消費品成為這一時期的消費主流。②2000S：入世激發經濟新動力，資本驅動重工業發展，地產產業鏈龍頭湧現。2001年底中國正式加入WTO，經濟進一步開放和城鎮化使得中國經濟迎來又一輪高速增長期。資本成為這一時期經濟增長的主要驅動力，住房需求集中釋放，經濟增長、對外貿易和城鎮化使得以地產為核心的重工業產業鏈迅速擴大。③2010S：移動互聯浪潮，創新驅動結構轉型，移動互聯、智能製造龍頭顯現。2010年前後經濟的主要驅動力逐漸轉變為創新和效率驅動，這一時期又可以以2014年為界分為移動互聯和智能製造兩個階段。④大浪淘沙，業績是藍籌壯大最堅實的支撐。藍籌壯大最直觀的體現是股價持續上漲、市值不斷擴大，每個時代主導產業中的成長股很多，大浪淘沙後，堅實的業績是支撐藍籌股脫穎而出的核心驅動力。

新時代，新藍籌。①新時代經濟由大到強，發行制度改革催生更多新藍籌。“新時代”的定位預示著中國經濟發展的環境已經發生變化，過去是經濟體量由小變大，重視量的增長，新時代經濟將從大走向強，核心是質的提升。而企業作為經濟的微觀基礎，將其做大做強是經濟由大到強的必由之路，這就需要進一步發揮資本市場資源配置作用，加大股權融資力度，提高直接融資比重，讓股市培養更多的優質企業。②新時代主導產業：先進製造+新興消費。十九大報告提出“中國特色社會主義進入新時代”，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。綜合人口、技術、政策因素，先進製造、新興消費有望成為新時代經濟由大變強的主導產業，而這其中必將誕生一批具有國際競爭力的新藍籌。

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

商業貿易：優質零售股的春天

優質龍頭的努力與新機遇。①實體龍頭蓄勢待發：經2013-17年經營調整，實體龍頭在數字化、供應鏈、組織機制上日趨深化，為新時代加速成長儲備了新勢能；②我們認為行業集中度未來3-5年將迅速提升：根據Euromonitor，剔除電商龍頭，中國零售行業CR10僅6.2%，遠低於英國（42%）、美國（32%）；我們認為優質龍頭競爭力提升，將更快速集中存量市場份額，創造並分配數字化用戶的增量價值（如廣告、金融等）。

推薦：優質企業長期投資價值顯現，給予溢價。如10%+收入增長和20%左右利潤增長或將是優秀企業18年開始的常態。重點推薦：①龍頭：永輝超市、蘇甯易購；②超市：首選家家悅，續薦步步高；③百貨：首選天虹股份、王府井；④黃金珠寶：萊紳通靈、周大生。

風險提示：改革與轉型進程及效果的不確定性，消費持續疲軟。

傳媒：關注業績持續性較強的行業與公司

近期板塊出現一定回調。我們建議關注1) 業績穩定性較高的板塊（如教育、遊戲）以及公司，比如完美世界、捷成股份、帝龍文化、百洋股份。2) 關注平臺型公司：光線傳媒、迅遊科技、快樂購。3) 港股中長期關注騰訊控股、中教控股、民生教育等。

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，僱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。