

策略

蓄勢待發

基本面隱憂望消退。①2月以來投資者對宏微觀基本面擔憂加劇，源於中美貿易摩擦升級、3月鋼材煤炭價格不振，投資者擔憂外需和內需。3月中觀數據比較疲軟與今年春節較晚、兩會時間較長導致開工較晚有關，目前跟蹤發現4月以來高頻的中觀數據紛紛回升，4月上旬世界銀行、亞洲開發銀行將2018年中國經濟增長的預測值分別由6.4%、6.4%上調至6.5%、6.6%。②兩位數的利潤增速支撐市場向上。4月是A股的決斷期，未來兩周是宏觀經濟、企業盈利數據集中公佈期。我們測算2018年A股淨利潤同比增速13.5%，相比2017年的17.5%略低，但是仍然維持兩位數的盈利增長。我們認為2018年通脹溫和，貨幣環境平穩，全年指數上漲概率比較大。

風格搖擺望平穩。①創業板1季報預告數據靚麗源於大市值公司業績優異。創業板一季報預告基本披露完畢，我們取淨利潤上下限的算術平均值近似代替為一季報的淨利潤值，創業板全體2018年1季度/2017年淨利同比分別為27.9%/-6.0%，創業板一季報預告中市值超200億元的公司（共40家）歸母淨利潤佔比78.6%，進一步剔除2018年1季度較上年同期歸母淨利潤額增長最多的20家公司，得到創業板2018年1季度淨利同比為1.7%，而2017年為-10.4%，創業板盈利仍處於回升趨勢中，但盈利增長幅度大大降低，說明創業板業績改善主要源於大市值龍頭公司業績向好。②投資者預期和配置進入理性階段，風格搖擺望平穩。今年以來風格分化程度已經超過2016年並且接近2017年。劇烈的風格搖擺，催化劑是政策面變化，本質是價值成長的估值性價比動態平衡，也是籌碼分佈的再平衡。我們定性判斷，2018年創業板盈利增長速度會改善，但幅度遠不如2013年，風格上出現2013年一邊倒的情景可能性不大，決定風格的核心因素是基本面，4月業績公告會讓風格更加均衡，業績為王，價值、成長中有業績支持的公司都有機會。

市場蓄勢待發中，性價比較優。①我們維持2季度策略報告《撥雲見日-20180408》的觀點，經歷1季度折騰後2季度市場將向上。市場正在蓄勢待發中，4月宏微觀數據將確認基本面不差。改革和開放的步伐加快也會提高投資者的風險偏好。18年2月初上證綜指的3062點和16年1月底2638點意義類似，現在處於一個偏低的位置，風險收益比較好。②價值、成長兩邊抓龍頭。2-3月籌碼再平衡導致風格短期漂移後，4月隨著財報密集公佈，最終業績為王，走向均衡。著眼全年，18年市場真正的主線是龍頭。價值龍頭我們繼續看好金融尤其是銀行，盈利增速回升、估值低、機構配置低。成長股經過近兩個月的持續上漲，步入4月業績密集公佈期，開始去偽存真。大邏輯上，2018年成長股開始有機會源於宏觀政策逐步變化，成長性行業裡我們看好偏硬件的先進製造，包括5G、半導體，以及新型消費中的醫藥，如醫療服務、創新藥。

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。

期貨策略：二季度市場有望迎來修復性行情

①貿易戰是場持久戰。從貿易戰的影響看期市：利多農產品、黃金，利空黑色系、有色。利多程度由強到弱依次是豆粕、菜粕、玉米、豆油、黃金，利空由強到弱是橡膠、熱卷、螺紋、不繡鋼、鐵礦石、雙焦、有色。②商品基本面看，春季旺季能否確立是關鍵。螺紋鋼社會庫存、鋁的交易所庫存都創歷史新高，疊加採暖季停工、環保限產到期，受限產能釋放，以及2018鐵公基投資不及往年三大利空影響，造成很大市場壓力，萬得商品指數跌破年線，春季“金三”落空，“銀四”能否出現旺季將成為行情的試金石。③股指期貨看，市場存量博弈格局仍在延續。創業板與上證50翹翹板效應反映了市場存量的格局，打破目前平衡主要取決於國家隊或場外增量資金的選擇。鑒於2018防範系統性風險，監管加強、推進退市常態化等大環境制約，市場難有全面性牛市行情。但二季度市場悲觀預期有望修復。市場迎來利空階段性出盡的機遇，期指有望迎來修復性行情。④商品基本方面面臨考驗。鋼材：庫存見頂回落，鋼價觸底反彈。鋁：庫存持續上漲，鋁價低位盤整。銅：供給壓力緩解，銅價短空長多。

風險提示：春季旺季面臨考驗，中美貿易戰升級。

行業研究

券商：遠洋燕歸來，共享新經濟紅利 —— 券商行業專題報告三

CDR試點有望加速上市公司回歸。3月30日，國務院辦公廳轉發了證監會《關於開展創新企業境內發行股票或存托憑證試點的若干意見》，證監會將不斷完善相關配套制度和監管規則，穩妥推動CDR試點工作，我們認為CDR可能會儘快落地。過去A股上市的兩大硬性指標阻礙了國內一批優質互聯網企業在國內上市，CDR的推出有望為優質企業打通直接融資的渠道；此外，過去境外的企業想回歸A股，往往需要經過拆除VIE結構、私有化、回歸等流程，過程繁瑣用時冗長，CDR推出以後，有望推動境外上市公司加速回歸。

CDR將為國內資本市場引入活水。在A股嚴苛的發行制度下，新經濟體的獨角獸企業或是由於盈利能力或是公司架構的因素，無法滿足A股上市條件，導致大量優質上市資源流失海外。支持這類企業在境內上市，有助於提升A股上市公司質量，推動實體經濟的變革，增強境內市場的全球影響力；同時新經濟企業的回歸會有效改善A股結構，給予國內投資者分享新經濟發展紅利的機會；CDR的出現也有望幫助獨角獸企業突破對公司架構等的限制，打通國內直接融資的渠道。

首批試點的目標企業規模預計達9萬億元；預計首批發行規模為2017年IPO募資規模的2-6倍。我們預測的試點企業主要為兩部分，一部分是已經在境外上市的新經濟公司，5家上市公司（騰訊、阿裡巴巴、百度、京東和網易）的總市值約為7萬億元；另一部分則是當前處於快速增長，在行業內處於相對領先地位的尚未上市的中國公司，我們篩選出的34家符合標準的獨角獸企業目前估值預期約為2萬億元。在CDR發行比例分別為5%、10%和15%的假設下，我們預計潛在的CDR發行規模分別為4500、9000和13500億元，約佔A股市值的0.8%、1.6%和2.5%，為2017年IPO募資規模的2、4、6倍。CDR將從三方面直接增厚券商營業收入，預計CDR貢獻收入約佔17年營收的2%-10%。由於國內分業監管的特性，國內券商憑藉豐富的資本市場運營經驗以及一二級市場業務優勢，有望直接分享CDR紅利。

我們認為CDR將直接增厚券商的承銷、託管及交易備金收入，龍頭券商有望直接分享政策紅利。預計CDR帶來的三項潛在收入合計50 -310億元，佔17年行業營收的2%-10%（其中承銷收入45 -270億元、託管費用收入1.40-10.37億元、備金收入3.28-29.48億元）。

擁有全球業務佈局的綜合性龍頭券商更具有優勢。CDR的發行涉及境內外兩個市場，需要券商擁有廣泛的海外分支機構，較強的境內外證券市場發行運作能力，優秀的清算能力，與律所、會計、審計和證券登記結算機構的協調能力。因此我們看好業務鏈條齊全、境內外業務具有豐富經驗的大型券商，推薦中金公司、華泰證券。

風險提示：政策推行不達預期；市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

保險：十年磨一劍，稅延養老終落地

保險：稅延養老保險試點歷時十年終落地，開啟千億市場；一季度保費下滑風險基本消化；估值極低，期待未來保障型產品需求帶動價值持續增長。1）歷時十年，個稅遞延型商業養老保險試點終於落地，將於5月1日實施，最高年度減稅5400元。中國人口老齡化加速，未來養老需求激增。基本養老金收不抵支，替代率的下降趨勢難以逆轉；企業年金覆蓋人數增長緩慢，發展步入瓶頸期；商業養老保險迎來起步階段，發展潛力巨大。中性（樂觀）假設下，EV貢獻度為5.8-6.9%（10.0-11.8%）。2）各公司一季度新單保費出現不同程度負增長，主要原因在於134號文帶來的產品形態變化和其他理財收益率提升導致的年金險產品相對吸引力下降。我們繼續看好4月之後重疾險等保障型產品的高增長和NBV的持續增長。3）2018年依然樂觀，利潤向上+保費長期向好+政策推進，行業仍處景氣高位。保險行業方興未艾，目前保險估值僅0.8-1.2倍2018年PEV，處於估值底部。公司推薦中國太保、中國平安。

行業排序及重點公司推薦：行業推薦排序為保險>證券>信託>租賃，重點推薦中國太保、中國平安、華泰證券、廣發證券。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

鋼鐵：鋼材社會庫存降幅按部就班

內需預期進一步變差。我們原來預計今年鋼材需求下降2%-3%，雖然外部環境導致外需比預期要差但影響不大，而內需則隨著新疆清理PPP、湖南以及可能其他省份的跟進而更不樂觀，我們認為鋼材內需下降或將超預期。

四月過後鋼貿商壓力更大。雖然最近庫存下降的絕對量還可以，但目前的鋼材社會庫存和鋼企鋼材庫存仍高，對鋼貿商來說，經過前期三個月的支撐，四月是鋼貿商心理預期的最後一個寄託，如果四月份鋼材庫存這樣按部就班的下降，如果地方政府的限產規定不能平衡這種壓力，面對今年需求前高後低的格局，我們認為鋼貿商必須要經歷一個和去年春季一樣的去庫過程。

鋼鐵企業盈利繼續承壓。雖然目前鋼企盈利尚可，但無論內需外需都在變差，我們預計未來鋼企盈利能力將壓縮。

風險提示。行業波動性仍存；對外貿易波動不確定性風險。

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。