

2018年5月4日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀

### PMI 微幅回落，製造業景氣平穩——2018年4月全國PMI數據解讀

PMI綜合：4月全國製造業PMI為51.4%，較3月微幅回落0.1%，但處13年以來同期新高，指向製造業景氣整體平穩。主要分項指標中，需求、價格、庫存微降，生產持平。分規模看，大企業PMI回落，但仍在線上，中、小企業均回升，持續位於景氣區間。而從中觀高頻數據看，4月各行業開工率普遍回升，發電耗煤和粗鋼產量增速也雙雙回升，指向工業生產擴張。但去年4季度以來，地產需求持續低迷，乘用車需求僅是弱復蘇，終端需求偏弱或將制約未來生產改善。

需求：4月新訂單指數為52.9%，新出口訂單指數為50.7%，較3月雙雙季節性回落，但均處歷年同期高位，指向內外需雖季節性轉弱，但整體平穩。

生產：4月生產指數持平在53.1%，處歷年同期高位，而4月發電耗煤增速也回升轉正至5.6%，反映生產穩中略升。

庫存：4月原材料庫存指數為49.5%，產成品庫存指數為47.2%，較3月雙雙回落，且前者仍高於後者，指向庫存短期去化，但供需格局依然偏緊。

價格：4月原材料購進價格指數53.0%，較3月繼續回落並創下去年7月以來新低，預測4月PPI環降0.1%，同比增速略反彈至3.5%。

## 行業研究

### 紡織與服裝：2018一季報：板塊表現穩中有升，品牌服飾全面復蘇

服裝家紡板塊個股收入、淨利潤表現均優於紡織製造板塊。18Q1近60%的sw紡織製造和sw服裝家紡板塊企業營收增速集中在0-30%，而服裝家紡板塊增速高於30%的企業佔比達到26%。淨利潤方面，紡織製造板塊增速同比下滑的企業佔比最高，79%的服裝板塊增速位於0-30%及以上。

紡織服裝：營收增速持續增長，盈利能力不斷強化。18Q1板塊總體營收同比增加26.1%，淨利潤同比增加17.11%。18Q1收入增速同比提升5.6pct，淨利增速同比小幅下降主要系原材料價格漲價、品牌服飾降低倍率提高產品性價比，導致毛利率有所降低（18Q1：28.9%，17Q1：31.6%）。扣非淨利/淨利潤同比上升5.2pct至83%，盈利能力改善。我們維持行業整體環境進入復蘇狀態，零售終端狀況逐步改善，優質品牌在復蘇中擴大效率優勢的推薦邏輯。

紡織製造：龍頭企業產能持續釋放，行業集中度有望進一步提升。18Q1紡織製造子板塊收入同比增加19.28%，淨利潤同比增加19.81%。18Q1收入增速同比上升4.06pct主要由於龍頭企業產銷量持續提升，內銷業務自2016H1增速穩步增長並超越海外業務增速，訂單量持續集中等因素。由於受人民幣

升值，導致出口企業產品報價與結算形成價格差，影響盈利水平，同時匯兌損益侵蝕淨利潤；另一方面會計政策變更後政府補貼可直接沖減費用，18Q1淨利潤增速同比17Q1基本持平，淨利率同比維持6.7%。

服裝家紡：零售需求端復蘇趨勢明顯，內生指標增長穩定18Q1板塊收入同比增加31.45%，增速同比增加6.37pct，零售需求端復蘇趨勢明顯，淨利潤同比增加15.71%，增速同比17Q1下降4.83pct主要系部分公司外延並購導致的財務費用提升和匯兌損益造成的影響。若剔除並表影響，板塊收入同比增加14.42%，增速同比上升7.23pct，環比17年全年上升1.44pct；淨利潤同比增加12.40%，增速同比下滑1.15pct，環比17年全年上升17.69pct，內生指標改善明顯。

投資策略。從中短期看，行業復蘇擴散至大眾品牌服飾，這一輪復蘇遵循的邏輯是從單價最高的商品品類向單價低的產品過度復蘇，消費者的購買力從高端人群開始率先恢復，現已進入全面復蘇狀態。從長期來看，在收入增加後，消費者對中低端、大眾品類服裝的價格敏感度降低，該品類電商消費的比價需求鍵入減弱；我們判斷收入增加後，對實體體驗需求增加，對實物預期差容忍度降低，對願意等待物流的時長縮短，在此情況下，線下消費將被重新喚起，實體店的價值將得到重新發現。我們重點推薦品牌服飾中的優質標的：海瀾之家、跨境通、安正時尚、太平鳥、維格娜絲。

風險提示。零售環境疲弱，行業競爭加劇，原材料價格波動，匯率波動等。

### **機械工業：機械行業業績回顧：業績兌現和估值消化，重視工程機械和國產化大主題**

行業業績持續上行，經營情況整體平穩。隨著宏觀經濟企穩、製造業景氣度復蘇，以中位數計算，機械行業收入增速自4Q16持續超過15%，淨利潤增速在4Q16-3Q17持續超過20%，而在高基數下4Q17-1Q18行業淨利潤依然保持良好增速，其中煤機、半導體設備、光伏設備、工程機械等行業的淨利潤增速超過50%。同時行業的毛利率和淨資產收益率整體穩定。從資產經營質量來看，機械行業的存貨周轉率、應收賬款周轉率同比持平，而經營現金流佔收入比例自17Q2以來同比下降，在收入淨利潤增長、存貨和應收賬款周轉穩定的情況下，經營現金流的下降反映了企業積極地從事生產和備貨活動。

市場估值中心下移，機械行業位居中游。根據Wind統計，17年11月至18年4月，上交所和深交所的整體PE（TTM）估值穩中有降。18年4月，上交所平均PE（TTM）估值為17倍，深交所為28倍。根據4月27日數據，製造業的PE（TTM）為29倍，其中汽車及電氣機械行業PE（TTM）估值較低，分別為16倍/24倍，運輸設備（鐵路、船舶、航空航天、其他）、專用設備行業估值較高，分別為40倍/43倍。重點板塊中，18年4月PE（TTM）相對下行幅度最大的板塊為其他設備、工程機械、物流自動化、天然氣裝備、縫紉機械、環保節能設備、鋰電設備；

機會展望：週期業績兌現，成長國產替代。我們認為機械行業正經歷週期逐步兌現業績，消化估值，國產化崛起的階段：（1）中後週期的業績持續性。1Q18以工程機械、煤炭機械、軌交設備為代表的子板塊業績喜人，我們認為從板塊持續性的角度，其景氣程度有望貫穿全年，重視需求韌性強、經營質量持續提升的工程機械板塊；（2）成長的國產化替代。機械行業整體估值仍位於行業中游（大部分子行業約30-40倍PE（TTM）），體現了中國製造轉型升級的預期。我們認為下游投資景氣度較

高的集成電路、半導體、新能源汽車、工業自動化，以及市場自下而上出現國產替代趨勢的液壓件、密封件有望接力週期行情；

深度聚焦：工程機械、半導體、機器人。基於17年年報和18年1季報的梳理，我們認為需要重視盈利能力、ROE、經營質量均持續大幅改善，估值水平大幅下降的工程機械產業鏈，建議關注三一重工、恒立液壓、艾迪精密、柳工、徐工機械等，以及新興的工業機器人和半導體設備板塊，建議關注埃斯頓、晶盛機電、拓斯達、精測電子等；

風險提示。投資增速放緩、貿易摩擦加劇、信貸政策收緊。

## 傳媒：科技互聯網類獨角獸公司的估值體系探討

政策利好助推創新創業企業上市步伐，互聯網科技公司為獨角獸“主力軍”。

互聯網公司網絡外部性強，商業模式可延性高，估值方法需按網絡模式“量體裁衣”：1) 梅特卡夫定律和DEVA模型揭示了用戶數的重要性，實物期權定價體現了互聯網的可延性，公司網絡模式的不同決定了單用戶價值的高低。2) 實踐中，估值需根據不同發展階段“對症下藥”：商業模式不清晰的公司估值常用歷史交易和可比交易法；盈利模式清晰但尚未盈利企業常用P/S、市值/用戶比估值；盈利模式清楚且成長性強的企業常用市場空間/情景化收益法；達盈虧平衡後的成熟互聯網公司多採用PEG、PE、DCF、SOTP等方法。

風險提示：估值波動的風險，市場環境惡化的風險。

## 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。