

2018年5月7日

銷售部 - 投資策略

宏觀

相信未來，不要迷戀過去！——兼論為何要堅定看好中國創新

一、舊經濟有風險，美股上漲靠創新。為什麼去年鋼鐵煤炭漲價，股價也大幅上漲，而今年鋼價上漲，市場卻沒有反應？原因是長期邏輯變化了，去年市場相信中國新一輪經濟週期啟動，相信城市化和全球經濟復蘇的故事，而今年房地產銷量下滑，全球貿易衝突加劇，大家對長期沒有信心，所以對短期漲價沒反應。而美股之所以持續創新高，靠的是蘋果、微軟這些新興產業的公司。而中國一直靠房地產和基建拉動，就擺脫不了大起大落的模式。

二、經濟向前發展，創新才有未來。從美國來看，其首富的變遷史，其實就是經濟的進化史。在美國經濟發展的早期，鋼鐵、石油、汽車等輪番成為美國首富，但是後期美國的首富主要來自醫藥和科技行業。未來不是憑空出現的，是一個一個創新在改變著未來。蒸汽機的發明讓人類社會進入了機器時代，電力、電話的發明讓人類社會進入電氣時代，而電子計算機、微電子技術等的發明讓人類進入自動化時代，而目前人工智能、大數據等新科技的出現意味著人類社會進入智能時代，只要創新不停，未來就有希望。

三、創新一靠研發、二靠資本市場。美國創新一靠研發。而創新不是空想出來的，是靠研發投入出來的。亞馬遜成為美國最大的電商和雲服務企業，靠的是一年226億美元的研發投入，排在美國17年所有企業第一位。二靠資本市場，比如亞馬遜、特斯拉都是通過股市培育的，資本市場給好企業高市值，支持它們創新，這樣好的創新企業就會越來越大。

四、中國政策鼓勵研發，資本市場支持創新。從16年開始，我們將研發支出也記入了GDP。而政府也頒佈了針對研發的減稅政策，16年開始中國研發增速見底回升。從資本市場制度來看，今年香港引入同股不同權和虧損企業上市，而A股明確大力支持創新企業上市，無論是香港市場還是A股市場的變革，都是為了更好地為中國的創新企業服務。

五、相信未來，不要迷戀過去。人類經濟是向前發展的，所以如果一直沉迷於過去的經驗，很有可能會犯大錯。邦克在80年代初還是美國首富，但是因為迷戀白銀投機，最終傾家蕩產。美國80年代的巨變是供給學派，而我們現在是供給側改革，核心都是減稅提高效率，同時不再放水超發貨幣。這也就意味著靠房地產泡沫躺著賺錢的時代結束了，未來只有大力研發創新才有價值，而今年以來各類企業紛紛加大研發投入，資本市場也開始重視研發企業的價值。

策略

守候雲開

觀角度，國內基本面和資金面擔憂漸去，理性看待中美貿易摩擦以來首次談判結果，市場預期已較悲觀，無需太擔憂。②微觀角度，白馬股基本面不差，近期調整源於基金調倉，成長股對比自己歷史、價值股、海外科技股，估值並不高。③市場估值已回到上證綜指2638點時，中期趨勢取決於基本面，預計今年全部A股淨利同比13.5%，守候雲開。價值龍頭做配置、成長龍頭求彈性。

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

底部特徵較明顯，反彈或一觸即發

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為-4.58%，相對前一周（-4.35%）繼續下降，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數處於20日均線之下。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-1.21）繼續回升，一周均值為-0.98，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平0.98倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先降後升，週五為0.84，低於前一周（0.85），體現出投資者對上證50ETF短期走勢的謹慎態度有所緩解。漲停板封板率全周均值為64%，賺錢效應高於前一周（63%）。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在五月上半月的上漲概率分別為31%、31%、62%和43%，漲幅均值分別為0.21%、0.35%、1.88%和2.46%，漲幅中位數分別為-1.39%、-0.68%、1.36%和-0.32%，中證500表現較好。

事件驅動上，1. 5月3日至4日，中共中央政治局委員、國務院副總理劉鶴與美國總統特使、財政部長姆努欽率領的美方代表團就共同關心的中美經貿問題進行了坦誠、高效、富有建設性的討論，雙方就擴大美對華出口、雙邊服務貿易、雙向投資、保護知識產權、解決關稅和非關稅措施等問題充分交換意見。雖然中美沒有達成結束貿易衝突的協議，但雙方願意保持對話進程，事態在向好的方向發展，有利於提振市場風險偏好，美股三大指數一掃前期頹勢，週五分別取得1.39%、1.28%和1.71%的漲幅，VIX指數下降至14.77。2. 證監會5月4日核發2家IPO批文，籌資總金額不超過11億元，低於前一周的2家15億元。3. 上周流動性相對寬鬆，上交所七天回購利率下行147BP。

成交量上，我們建議關注縮量信號。兩市成交金額縮小至3300億以下大概率迎來反彈。自2016年1月以來，2016年3月11日、2016年9月30日、2017年1月19日、2017年6月6日、2018年2月14日出現五次階段性縮量，Wind全A指數在五次信號出現後10個交易日累計漲幅分別為10.40%、3.01%、3.97%、3.05%和4.01%。上週五兩市成交額進一步下降至3603億，底部特徵較明顯，拐點或即將出現。

技術分析上，上證綜指在4月18日創出3041點的低點之後，多次探底均未跌破。目前MACD顯示日線級別底背弛已經形成，將隨時展開反彈。60分鐘和30分鐘級別上同時出現盤整背馳，不同級別的底部信號形成共振。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

行業研究

券商：經紀業務回暖，龍頭引領轉型與創新——證券行業2018年一季報回顧暨二季度投資策略

淨利潤同比下降11%，經紀佔比回升，投行、自營佔比下滑。2018年一季度30家上市券商共實現營業收入600.16億元，同比-1%；實現淨利潤188.63億元，同比-11%。一季度經紀業務佔比上升至27%，主要是由於市場交易同比回暖；投行收入佔比9%，較2017年下滑3個ppt，系一季度IPO、增發募資環比大幅下滑所致；自營收入佔比27%，較2017年下滑4個ppt，主要是由於2月中旬以後，受海外市場波動加大、中美貿易戰升級影響，市場經歷大幅調整，大盤藍籌股調整幅度較大。

1) 經紀業務：股基交易同比回暖，傭金率降幅將趨緩。一季度累計日均股基交易額為5040億元，同比增加6%。我們預計2018年日均交易額將維持在4900-5500億元的水平。2018年一季度上市券商實現經紀收入159.52億元，同比增長1%。預計2018年券商行業傭金率將下滑6%至0.032%。

2) 資本中介業務：受融資成本較高影響，利息淨收入同比下降。2018年一季度末，兩融餘額10010億元，較17年末-2%。18年一季度末股票質押未解押市值餘額達4.37萬億元，較17年末+9%。2018年一季度，上市券商實現利息淨收入64.22億元，同比-26%，主要是由於融資成本偏高。隨著當前利率回落至3.5%左右，融資成本壓力有望緩解。

3) 投行業務：IPO發行量顯著降低，投行收入同比-29%。IPO審核趨嚴，18年一季度被否率大幅增長。18年一季度IPO累計承銷37個，募資398億元，規模同比-43%；再融資規模再度收縮，一季度規模4731億元，同比-7%。一季度債券募資7063億元，同比+5%，公司債、企業債規模均有顯著增加。當前利率已企穩，債券承銷市場將逐步好轉，預計全年同比將實現大幅增長。

4) 資管業務：堅持向主動型管理轉型。2018年一季度，上市券商實現資管收入65.21億元，同比+17%。資管新規落地，進一步限制通道業務，預計18年資管結構性調整將更為明顯，主動管理型資管規模佔比有望繼續增長

5) 自營業務：投資收益率降幅較大，預計將加大固收資產配置比重。受18年一季度市場風格切換影響，剔除華泰證券、國泰君安後的上市券商投資收益率、綜合投資收益率分別為0.92%、0.69%，較17年同期的1.01%、1.12%有明顯下滑。我們認為當前債市慢牛格局確立，固收資產配置佔比將上升，固收投資能力較強的券商將有望受益。

2018年二季度投資策略：1) 乘私募發展之風，預計2018年PB業務收入345億元，約佔券商總收入的10%。2) CDR落地後擁有全球業務佈局的綜合性龍頭券商更具優勢。3) 看好積極向財富管理、主動資管轉型的龍頭券商。4) 2018年預計淨利潤同比+2%。5) 估值觸底，行業平均2018E P/B 1.5x，部分大型券商估值在1.3x 2018E P/B。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

其他專用機械：半導體設備專題一：大陸迎矽晶圓廠擴產期，國產設備廠商享發展紅利

半導體產業進入景氣週期，景氣度持續上行。根據WSTS，2017年全球半導體產業進入景氣週期，半導體產業銷售收入達4122億美元，同比增長21.6%。根據IC Insights，產業資本支出同比增長35%，資本投資的增加有力地支撐產業後續的景氣度。近年來國內半導體產業與全球景氣趨勢保持同步，2017年國內半導體產業銷售收入達1315億美元，同比增長22.3%。

智能手機、汽車電子、工業物聯網等終端應用的快速發展為半導體市場提供動力。雲計算、工業物聯網、大數據、5G等新業態引發了半導體產業的變革，半導體市場需求增長動力在於汽車電子、工業物聯網、智能手機等領域。智能手機市場增速放緩，而物聯網、汽車電子等新興終端應用尚未放量，未來幾年將迎來快速發展，成為集成電路產業下一個藍海。

矽晶圓供需緊張，缺口將不斷擴大。2017年矽晶圓供需緊張，矽片出貨量達118億平方英尺，收入達87億美元，同比增長21%。2017年矽片價格不斷上升，部分廠商的12英寸矽片價格上漲近60%。我們預計未來矽晶圓的需求持續增長，而由於全球矽晶圓產能高度集中，主流矽晶圓廠訂單飽和，短期內矽片產能增長幅度有限，未來三年供需缺口將不斷擴大，尤其是12英寸矽晶圓近年來從銷售結構來看已成為主流產品，其需求更為強勁，矽晶圓將長期供不應求。

國內迎來半導體投資高峰，矽晶圓擴產如火如荼。根據SEMI預估，2017-2020年中國大陸將新增26座晶圓廠，佔全球總數42%。隨著半導體製造重心往亞洲轉移，中國大陸有望成為半導體投資成長最快的地區。根據我們對SEMI大半導體網等的資料綜合統計，目前國內至少已有14個矽晶圓項目擴產，合計投資規模超過669億元，大部分項目如火如荼地進行，推動了國內半導體產業的發展。

國內供給嚴重不平衡，新建項目將推動設備國產化進程。目前國內8英寸矽片供需不平衡，12英寸矽片基本完全依賴進口。我們根據現有項目規劃統計的2018年以後的產能投資有望達到262萬片/月（8英寸）和280萬片/月（12英寸）。新建矽片項目的投產將緩解供需缺口，同時推動設備的國產化進程，但是現有新建項目的增量仍然不足，我們預計國內大矽片產能投資熱情有望持續走高。

增量+缺口+設備國產化共同打開市場空間。根據我們測算，2018-2020年國內新建項目投資有望帶動矽片設備需求達300億元，其中單晶爐設備的需求總規模達75億元，同時持續性的供需缺口為矽片後續擴產提供動力。近年來國內廠商在單晶爐、清洗、研磨等設備上打破國外壟斷格局，部分廠商的設備已經達到國際先進水平，設備國產化空間較大。

風險提示。國內半導體設備技術進步低於預期；國內半導體行業投資不達預期；宏觀經濟大幅度波動。

食品：財報後關注高端白酒、啤酒、乳製品行業

一季度食品飲料行業依然保持較快業績增長，不過部分公司與投資者預期仍有差距，導致股價較大波動。我們認為預期消化後，高端白酒、啤酒、乳製品三個子行業依然值得重點關注：高端白酒雖

然短期增速高點已過，不過18-20年收入和淨利潤複合增速有望保持15-30%和20-40%，目前動態PE僅20倍左右；啤酒行業正經歷歷史性大拐點，龍頭公司過去兩年經歷集體升級產品、集體去產能、集體提價三大重要變化，預計均價上升、費率下降、折舊減少將持續大幅推升行業盈利，二季度部分優質公司將率先顯現；乳製品行業需求復蘇、集中度提升的趨勢仍將持續，關注短期風險化解後的投資價值。二線食品股短期快速上漲後繼續上漲空間有限，暫時調出組合。

風險提示：經濟增速大幅下滑；食品安全問題。

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。