

证券研究报告

稳中求进

——2017年A股二季度投资策略

荀玉根（策略首席分析师）

SAC号码：S0850511040006

2017年03月15日



1. 望远镜：市场处在什么阶段？

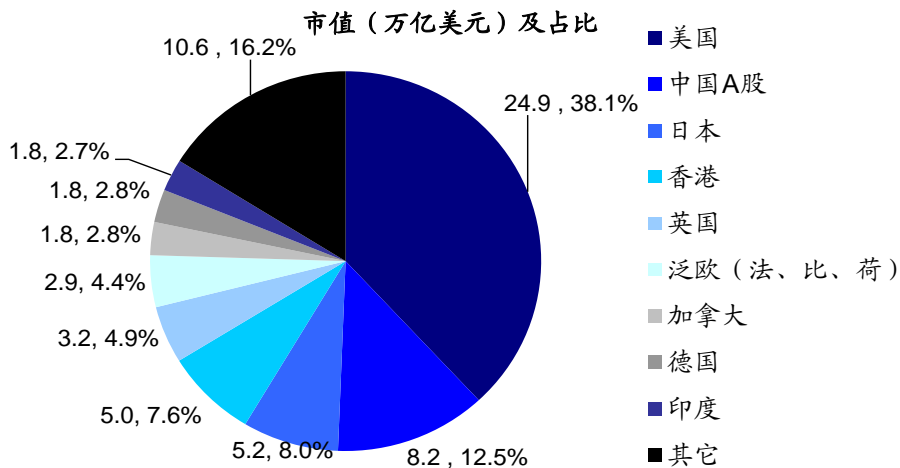
2. 放大镜：未来牛市核心是盈利

3. 投资策略：稳中求进，步步为营

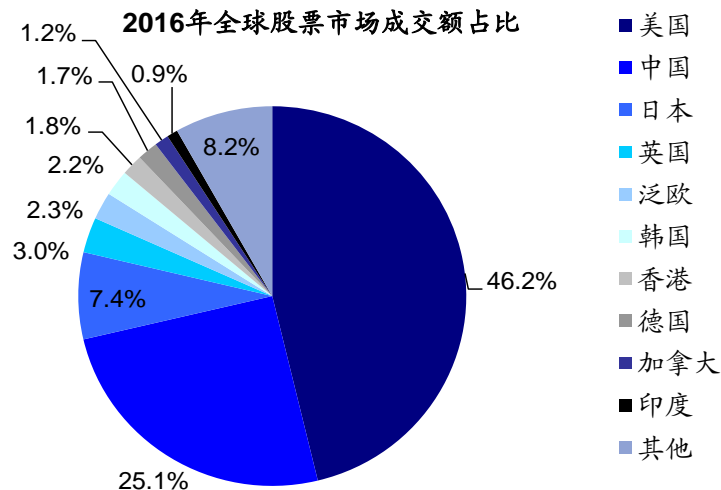
国际视角看A股，不贵

✓ A股是全球第二大市场，市值、成交占比分别为13%、25%。

各国股市市值占比（20161231）



各国股市成交额占比

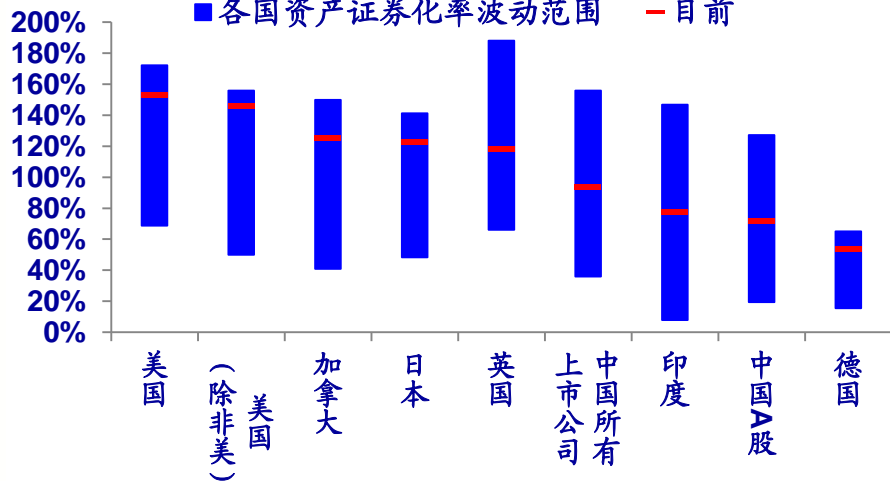


相比海外，中国债券化率低

✓ A股市值/GDP仅72%，加上海外中资股为94%，美国（扣除非美公司）为146%，全球均值101%。

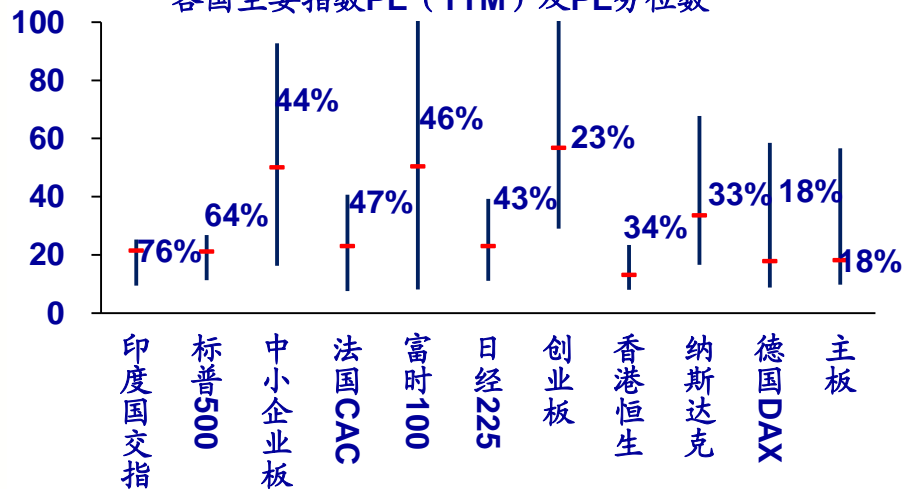
各国资产证券化率（20170314）

■ 各国资产证券化率波动范围 - 目前



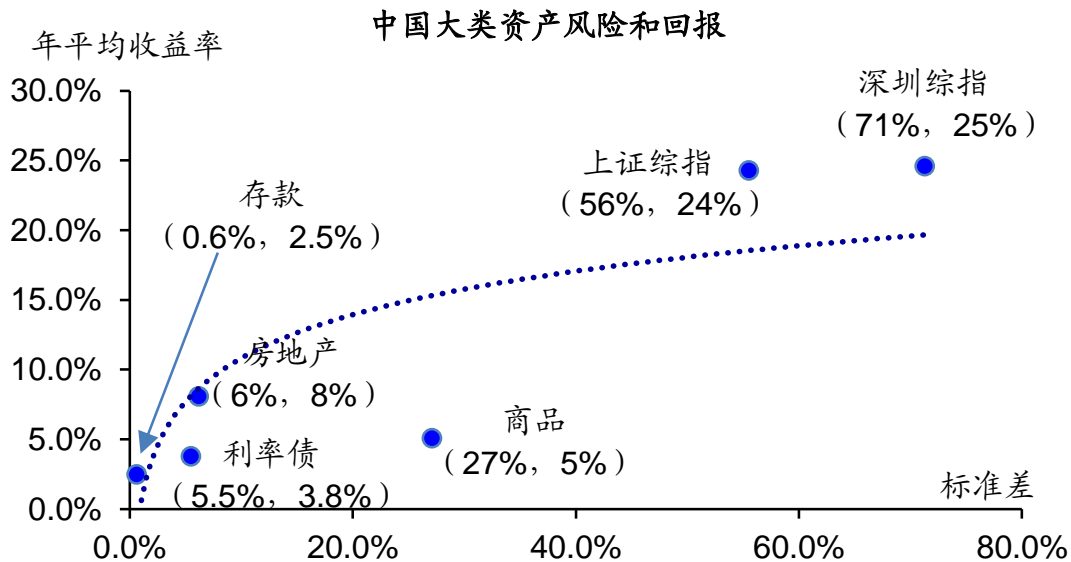
各国主要指数PE及分位数（20170314）

各国主要指数PE (TTM) 及PE分位数



大类资产角度看股市

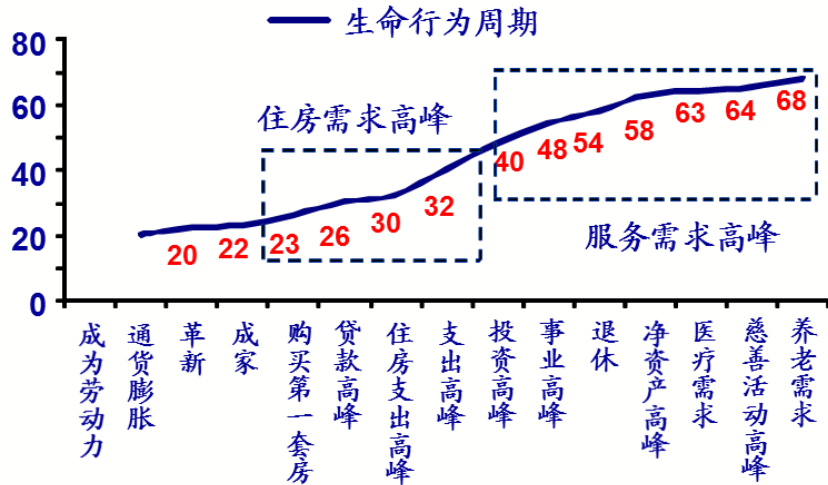
- ✓ 投资就是等待与选择：股票、债券、货币、房地产、商品。
- ✓ 近60万亿股市、60多万亿债市、200-300万亿房市。



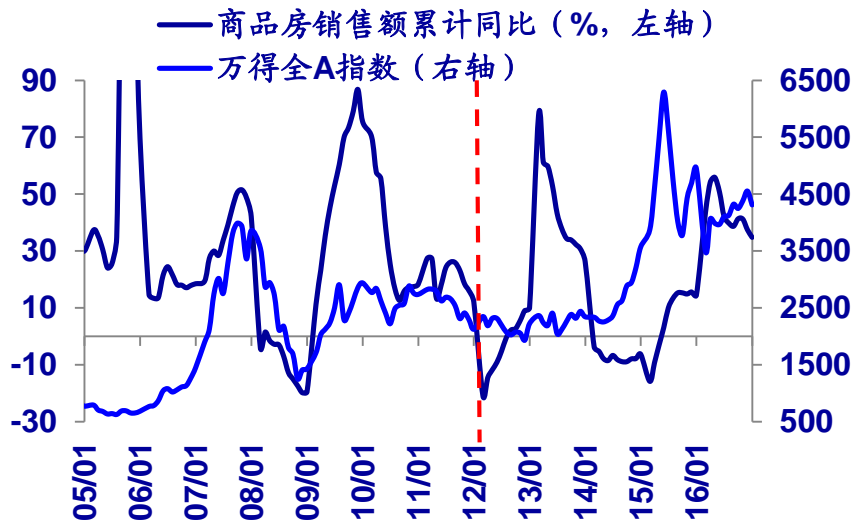
后地产时代，股市和房市替代性增强

✓ 股市和房市：基本面正相关、资金面负相关。12年来二者跷跷板效应强：人口结构变了，地产对基本面的影响力减弱。

人的生命行为周期



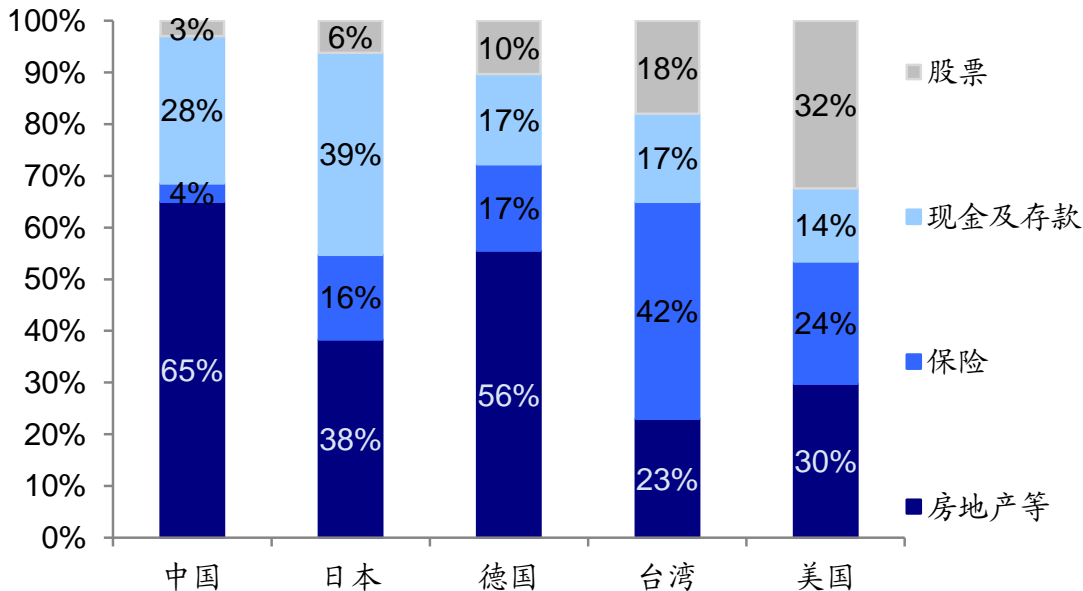
商品房销售额与wind全A指数



居民增加股票配置是趋势

✓ 中国大陆居民资产中股票占比仅3%，美国32%，中国台湾18%。

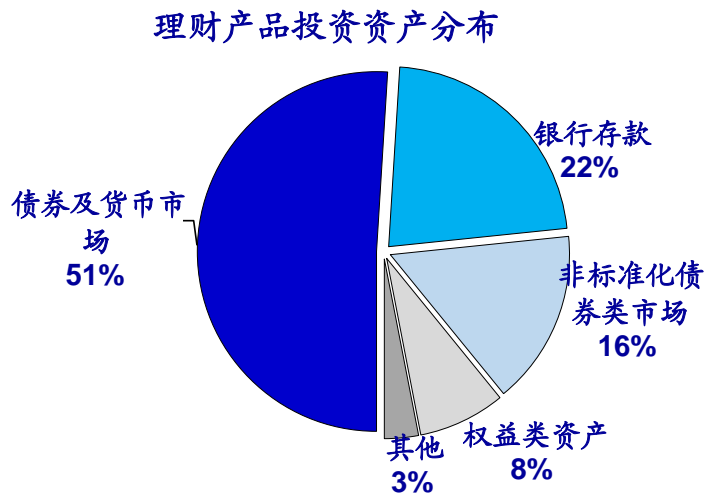
各国居民资产配置分布对比（2015年）



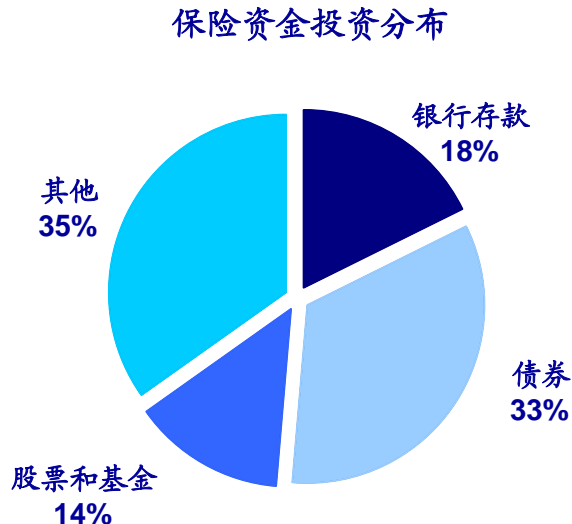
机构资产配置中也望增加权益

- ✓ 2016年末债市下跌的启示：债市也没那么稳。
- ✓ 2017年去杠杆大背景下利率难下，权益是一个选择。

理财产品投资资产分布 (20161231)



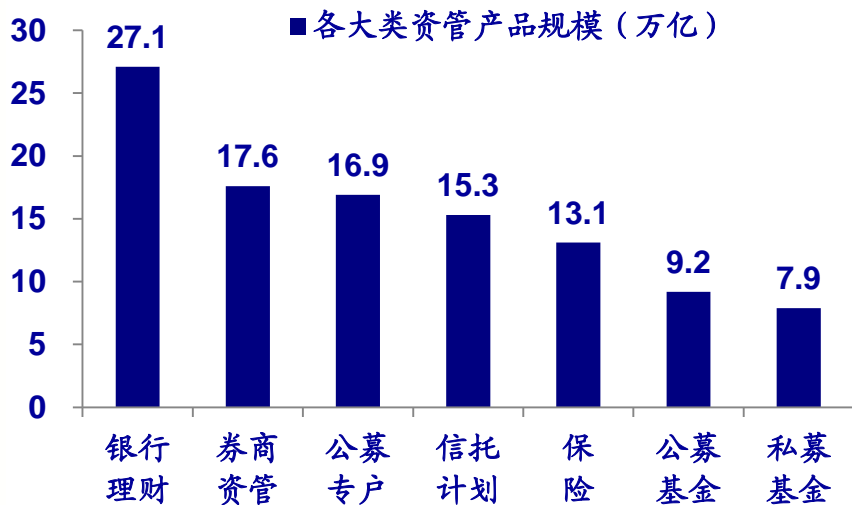
保险资金投资分布 (20161231)



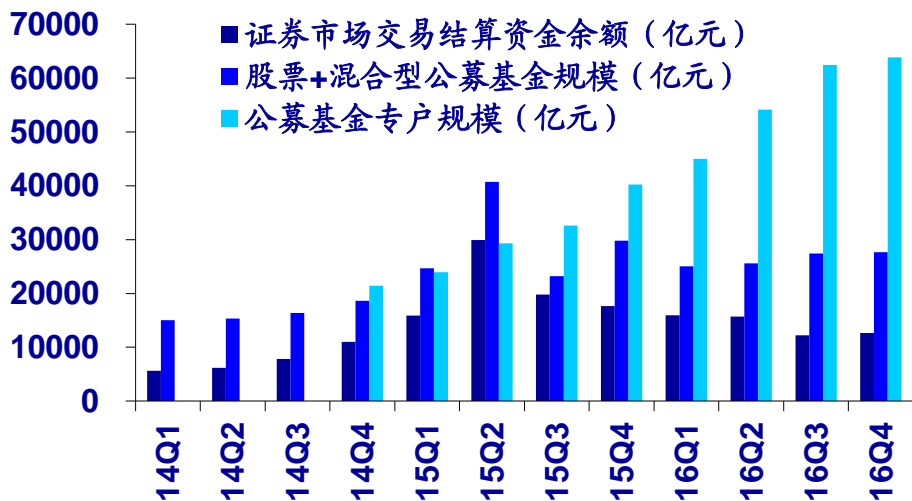
资金已悄然进入股市

✓ 银行理财委外投资、保险举牌已经悄然发生：FOF数量快速增长、专户规模超过公募。

各项大类资管产品规模 (20161231)



理财产品投资资产分布



中性测算：17年股市资金偏充裕

单位：亿元

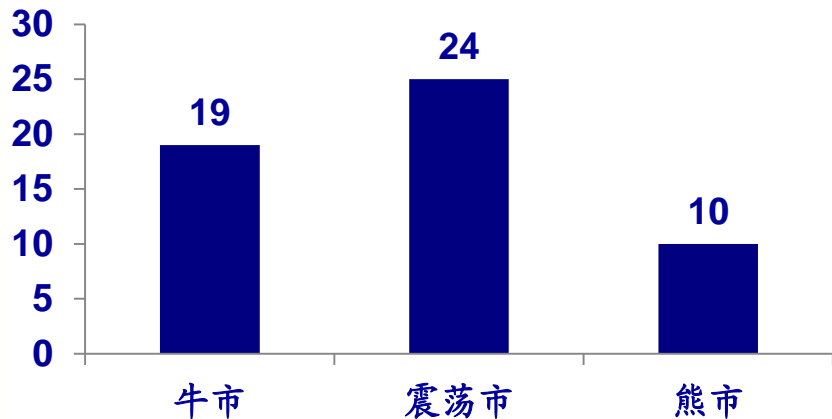
资金流入	区间上限	区间下限	区间中值	资金流出	区间上限	区间下限	区间中值
银证转账流入	6000	2000	4000	IPO	3600	2400	3000
融资余额	5000	2000	3500	再融资	12000	9600	10800
公募基金、基金专户	12000	6000	9000	产业资本净减持	2400	1200	1800
私募基金	1800	1500	1650	交易费用	3600	2400	3000
保险、社保和养老金	8500	2300	5400				
海外资金	1600	900	1250				
合计	34900	14700	24800		21600	15600	18600

都是轮回：牛熊震荡=春夏秋冬

- ✓ 90年来A股经历了五轮牛（单边上涨）、熊（单边下跌）、震荡。
- ✓ 牛市19个月、熊市10个月、震荡市24个月。

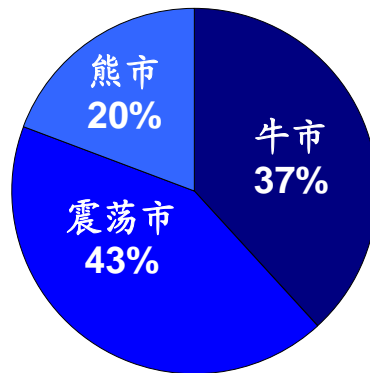
自90年以来A股牛熊震荡市持续时间

■ 牛、熊、震荡市平均持续月份（月）



自90年以来A股牛熊震荡市持续时间分布

A股牛、熊、震荡市时间分布



宏观背景决定市场状态

✓ 核心变量：利率（流动性）、盈利、制度环境。

《海内外牛市基因探秘1-4》总结过二战后美、英、德、日、香港、台湾、A股历史。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 * \prod_{i=1}^t (1 + g_i)}{(1 + r_f + r_m)^t}$$



利率下行或低位是牛市必要条件



盈利改善源于经济增长、改革、技术创新

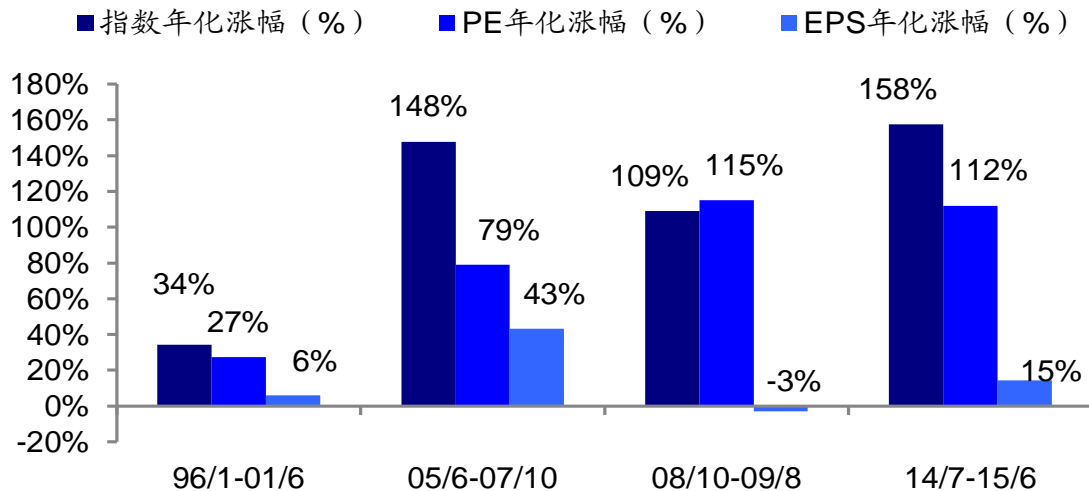


股市制度建设助推风险偏好

庖丁解牛：过去牛市的动力在哪？

✓ 水牛（96-01、14-15）、繁荣牛（05-07）、政策牛（08/10-09/8）

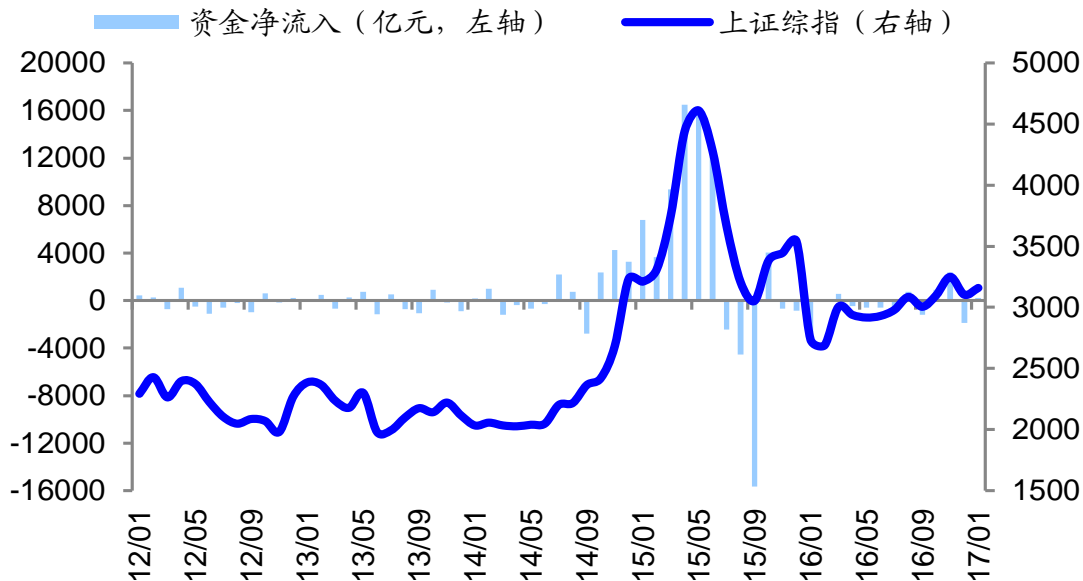
历次牛市指数、估值、EPS涨跌幅



目前状态：早已身处震荡

- ✓ 16年2638点=12-14年中的2000点，《A股见底了吗？-160128》
- ✓ 2638点以来场内资金平稳，仍在震荡阶段。

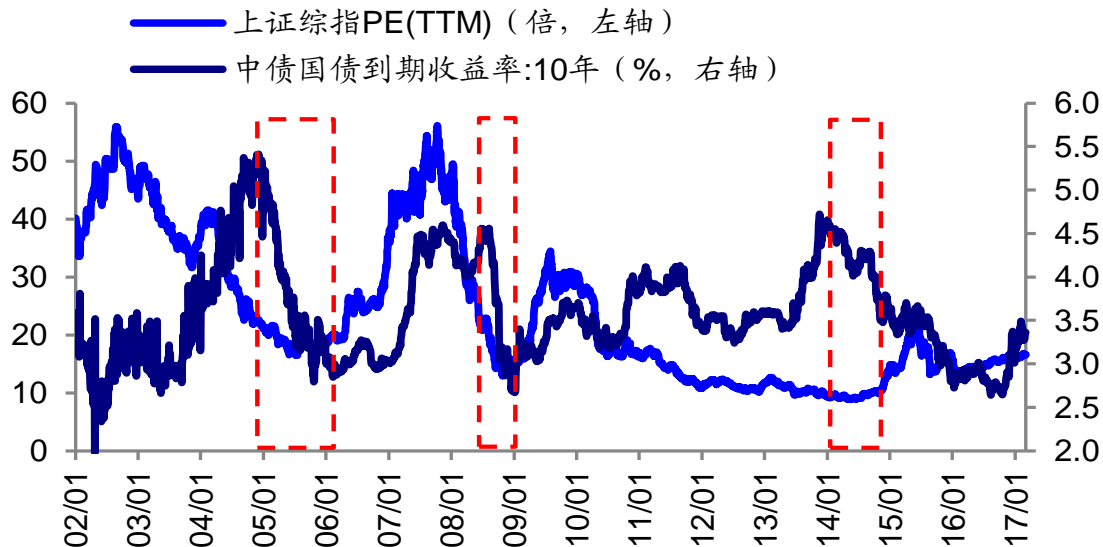
A股市场资金进出情况概览



牛市有多远？靠什么？

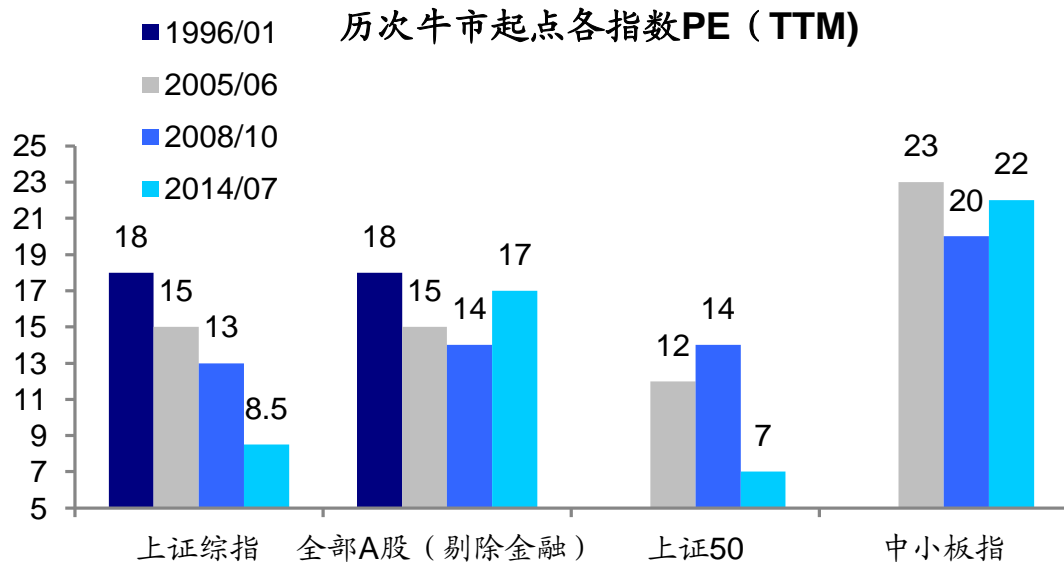
✓ 未来水牛难现，利率难以下行，只可能有盈利牛。

无风险利率下行领先牛市



结构性高PE，需要盈利增长消化

- ✓ 目前上证指数、A股（剔除金融）、上证50、中小板指PE（TTM）为15、33、11、44倍。



1. 望远镜：市场处在什么阶段？

2. 放大镜：未来牛市核心是盈利

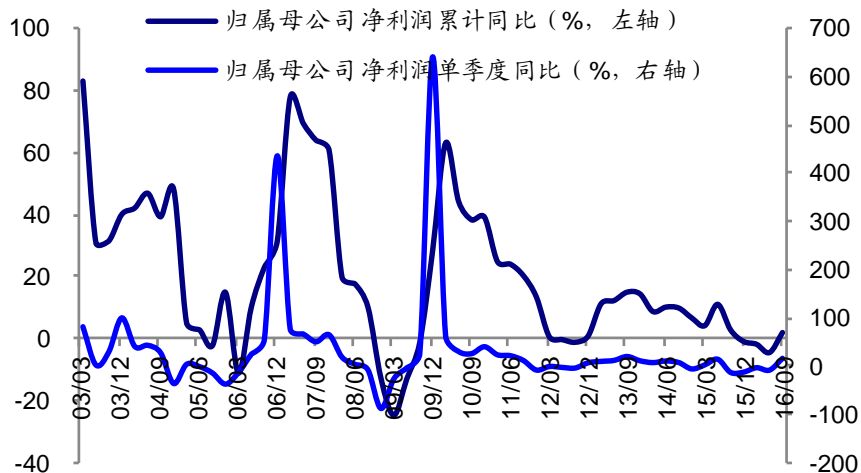
3. 投资策略：稳中求进，步步为营

A股盈利已显好转迹象

✓ 16Q3全部A股归母净利润累计同比1.9%，剔除金融12.7%。

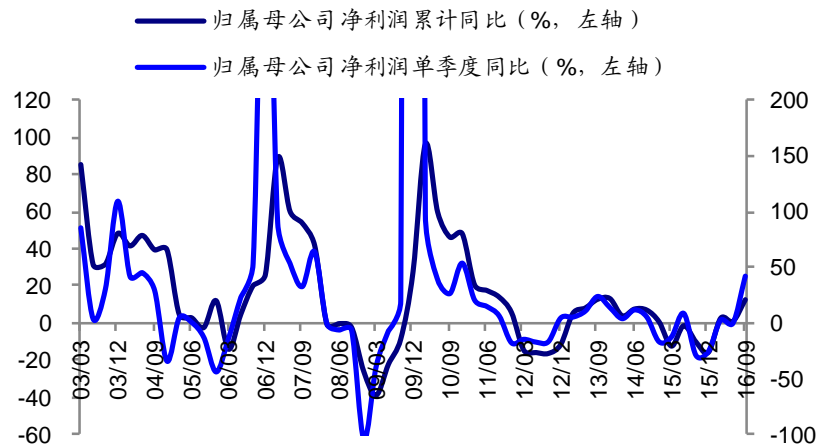
A股归母净利增速同比表现

全部A股



A股剔除金融归母净利增速同比表现

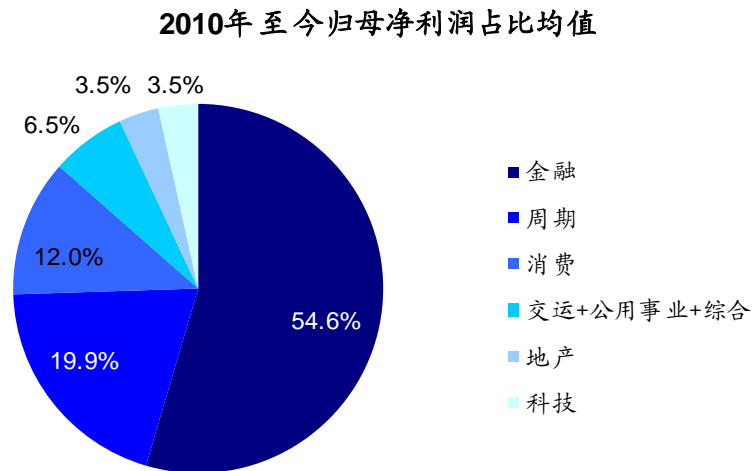
全部A股剔除金融



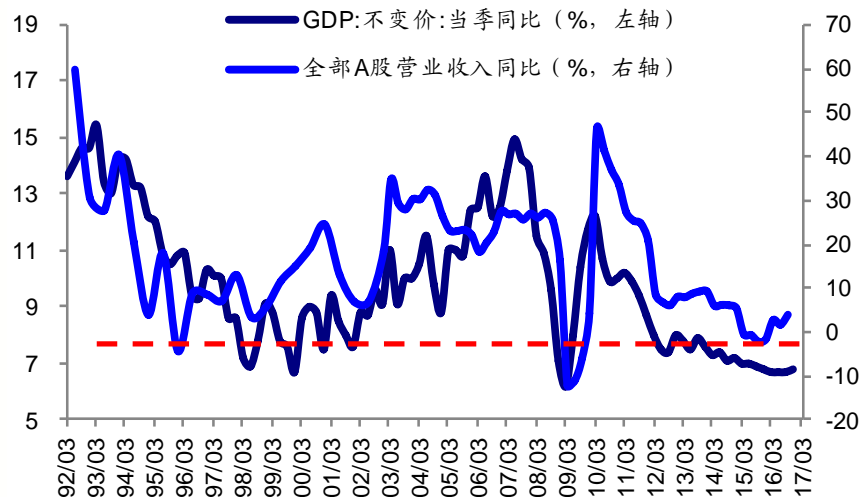
企业盈利与宏观背景相关性强

✓ 金融、周期、地产均是周期性较强的板块，2010年以来三者归母净利合计平均占A股的78%。

2010年至今各行业归母净利占比均值



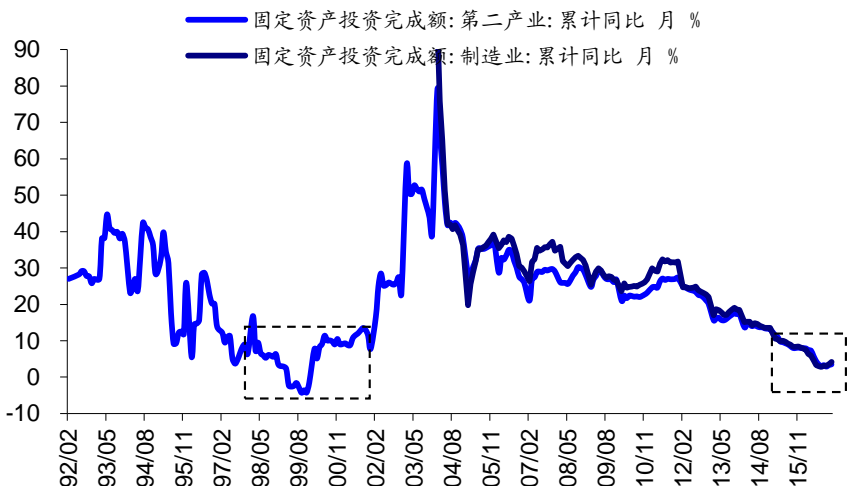
A股营收同比和GDP增速



宏观面中周期指标触底

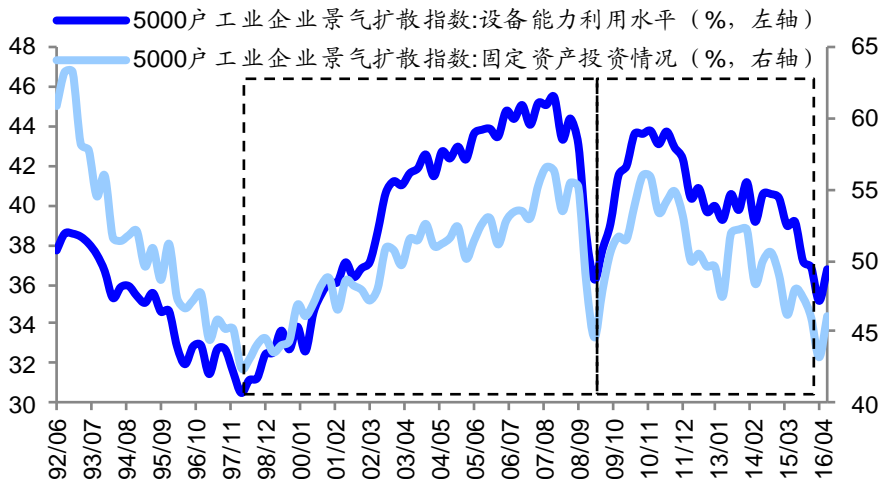
- ✓ 中周期：15-25年的库兹涅茨周期、8-10年的朱格拉周期。
- ✓ 指标：产能利用率、制造业投资

固定资产投资同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

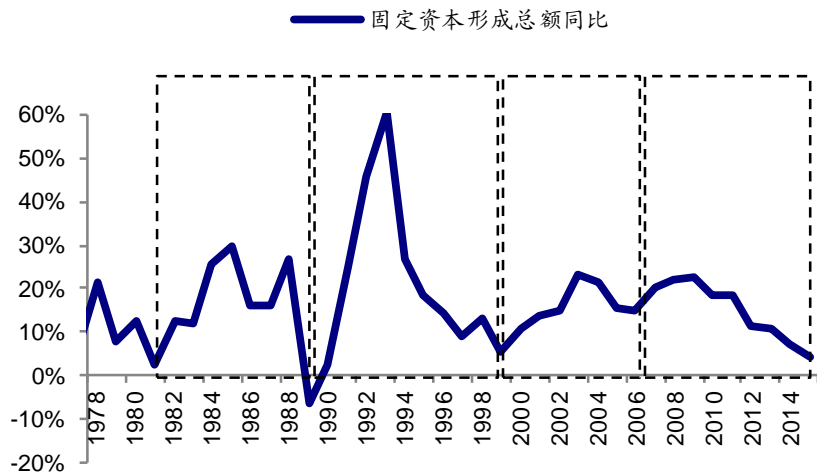
工业企业设备能力利用水平



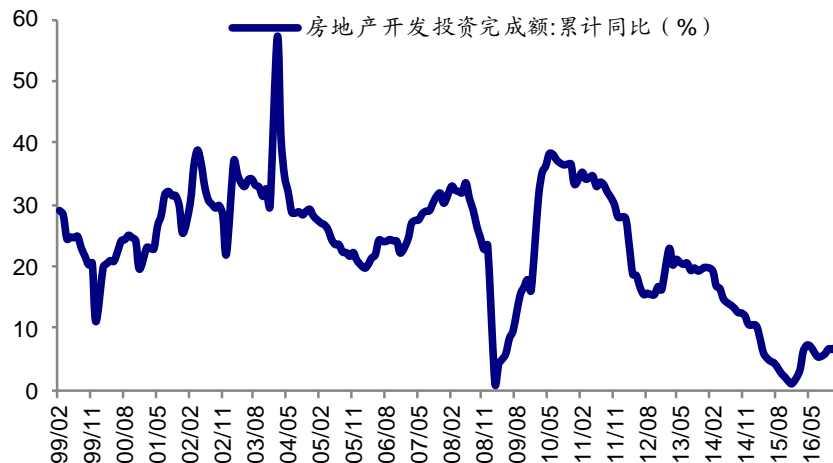
宏观面中周期指标触底

- ✓ 中周期：15-25年的库兹涅茨周期、8-10年的朱格拉周期。
- ✓ 指标：资本形成、房地产投资。

固定资本形成总额同比（起迄20151231）



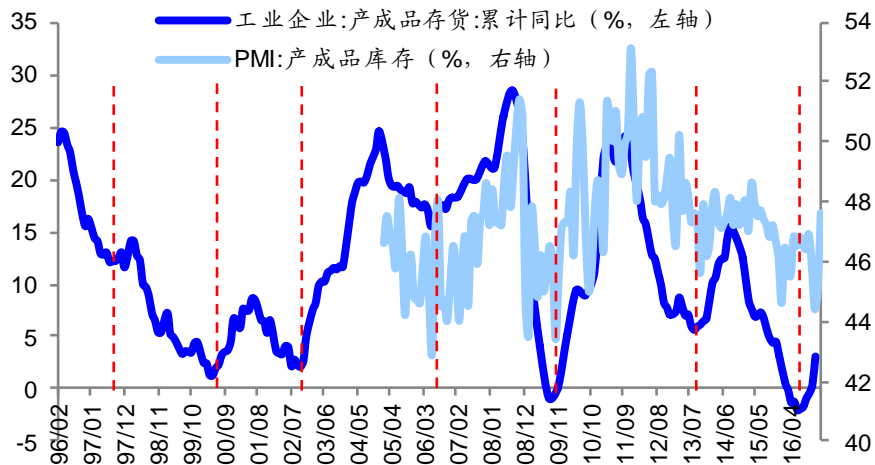
房地产开发完成额累计同比（起迄20170131）



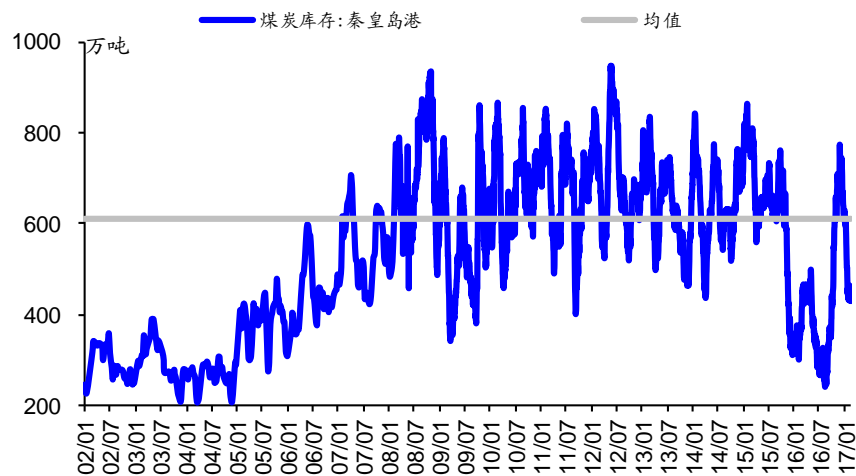
宏观面短周期指标回升

- ✓ 短周期：3-5年的基钦周期。
- ✓ 指标：库存。

产成品库存及同比表现

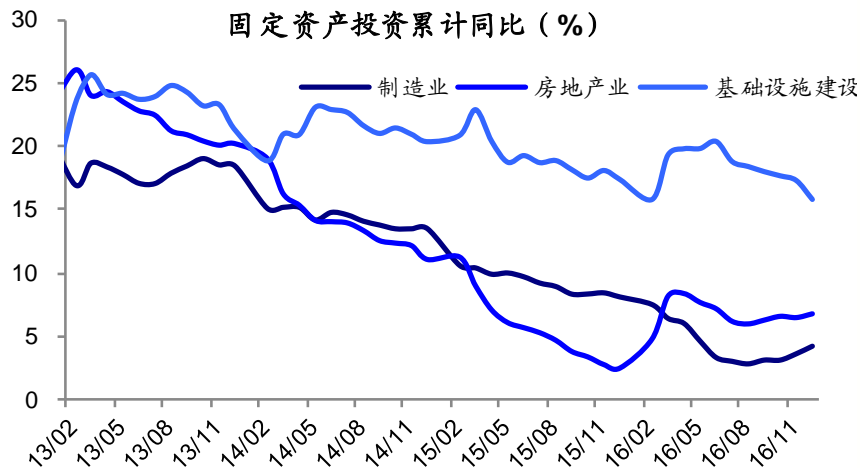


煤炭库存表现

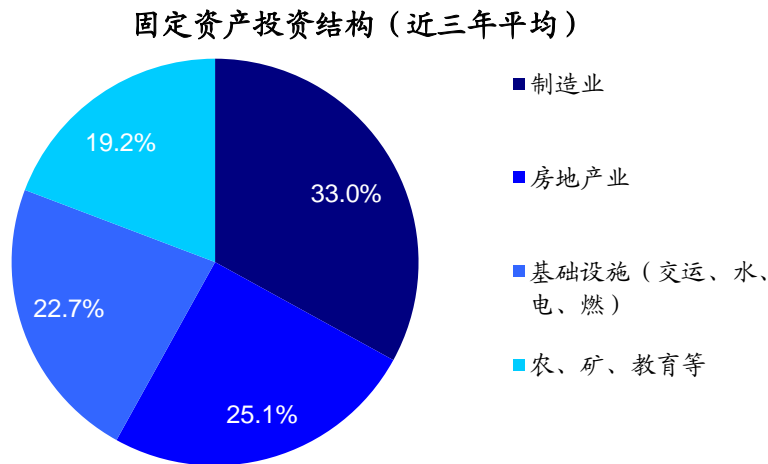


✓ 虽然17年房地产投资增速略有下行，基础设施建设有望加速至10%以上，制造业投资已经筑底回升。

制造业、地产、基建的固定资产投资累计同比

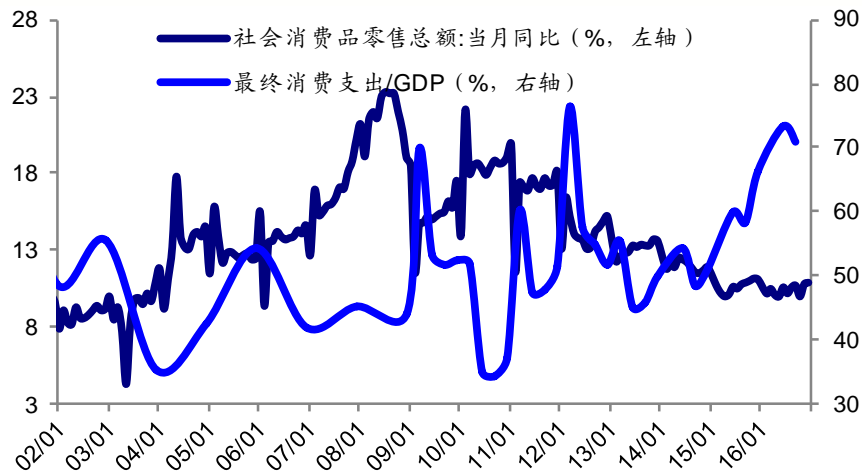


过去三年固定资产投资结构

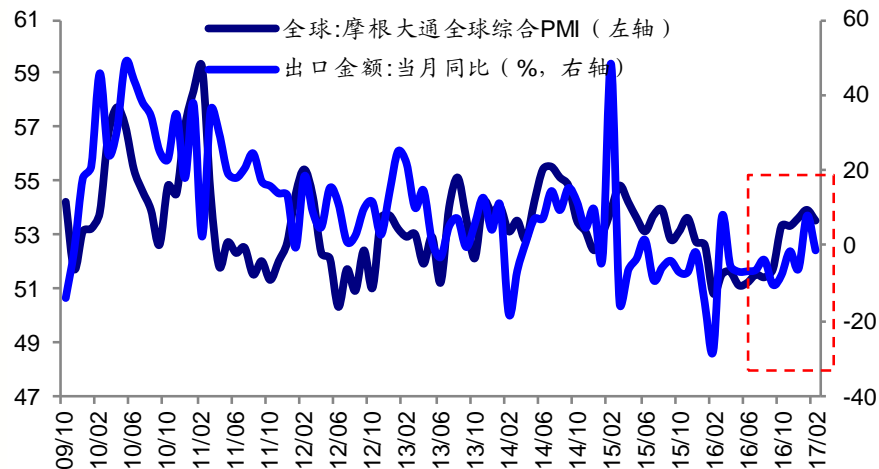


✓ 消费和出口增速在改善，尤其消费不断升级。

自13年起消费逐步改善



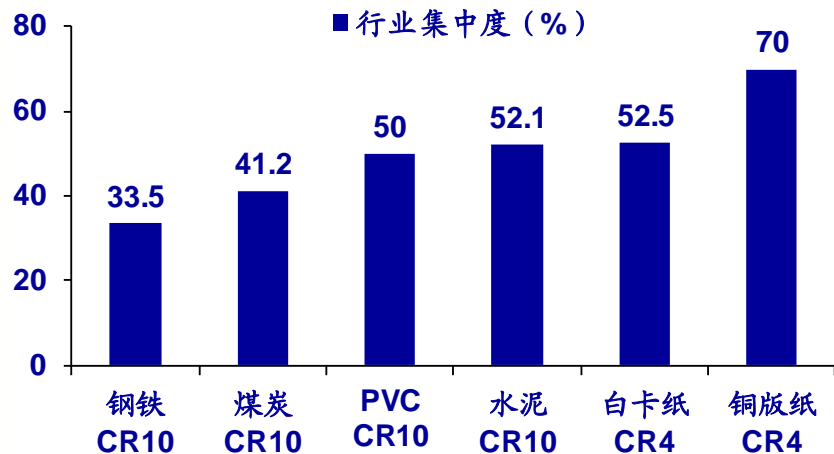
自16年下半年起出口逐步改善



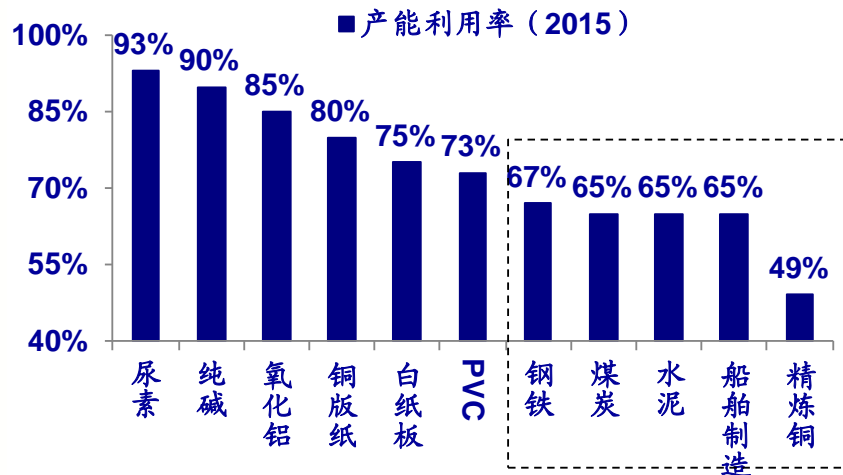
转型期：经济平，盈利上

✓ 周期行业集中度上升，类似日本1970s年代。

各行业行业集中度（截止20151231）



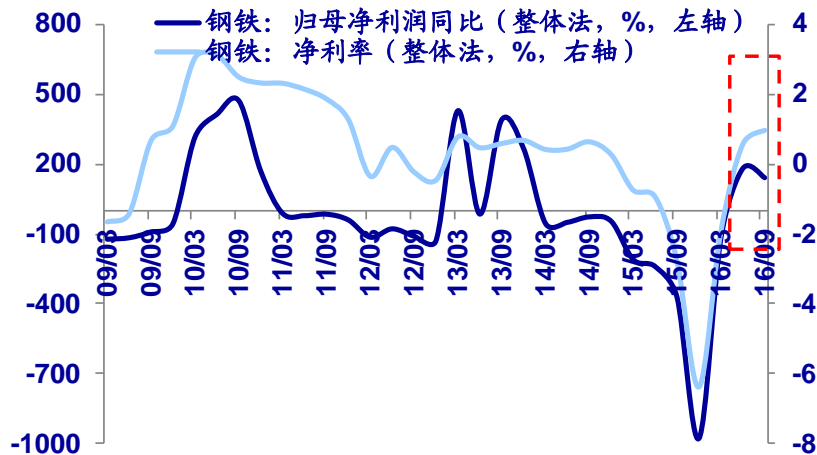
各行业产能利用率（2015）



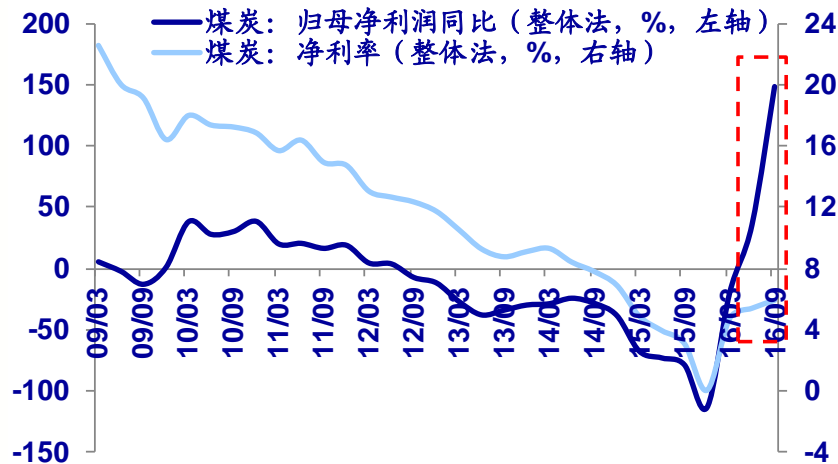
去产能和兼并重组结合已有成效

- ✓ 2016年政府工作报告显示，钢铁行业16年去产能6500万吨，17年目标5000万吨。煤炭行业16年去产能2.9亿吨，17年目标1.5亿吨。

钢铁行业盈利好转



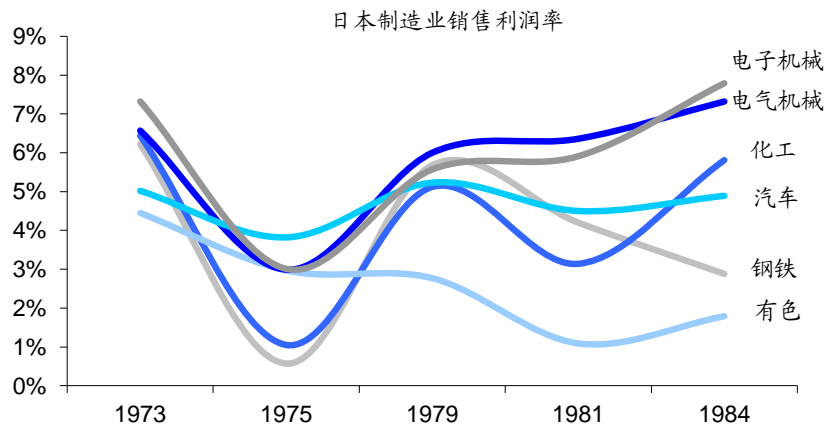
煤炭行业盈利好转



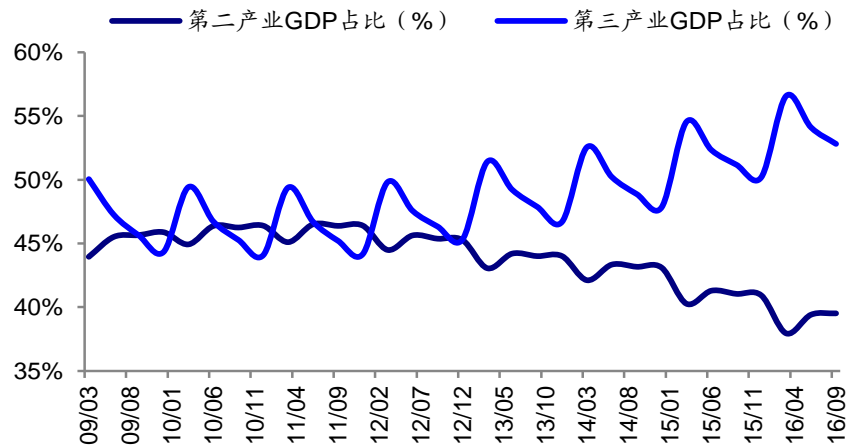
转型在途，结构优化

- ✓ 第三产业GDP占比从11年的44%升至16年的52%，TMT、医药等新兴行业员工数量增速明显快于传统行业。《放大镜看转型：数据显示产业结构在变》

日本制造业销售利润率逐渐超上游行业

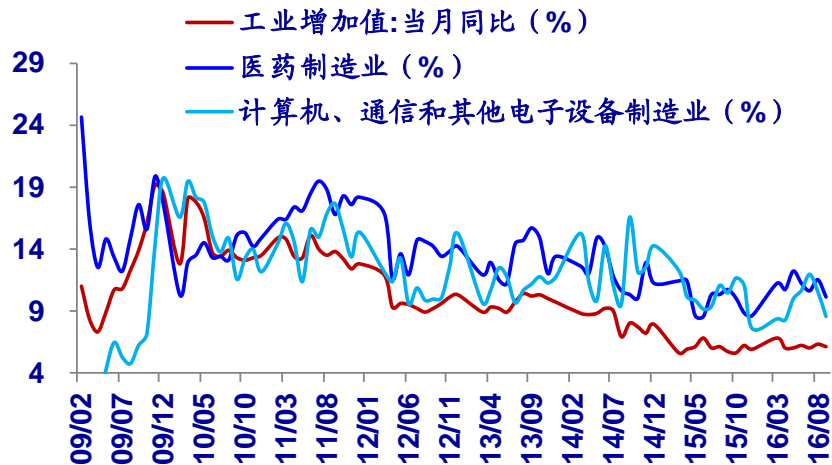


第三产业占GDP比重迅速提升

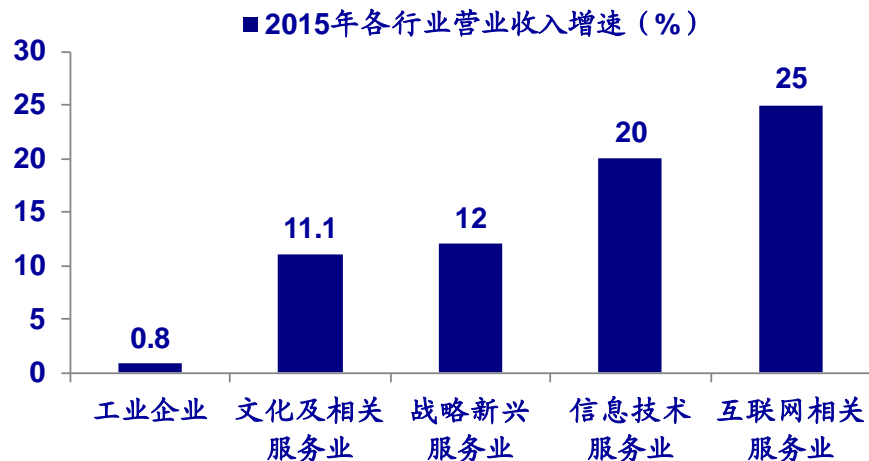


✓ 工业增加值增速不断回落，其中新兴产业早已企稳，增速远高于传统工业。

工业增加值增速不断回落



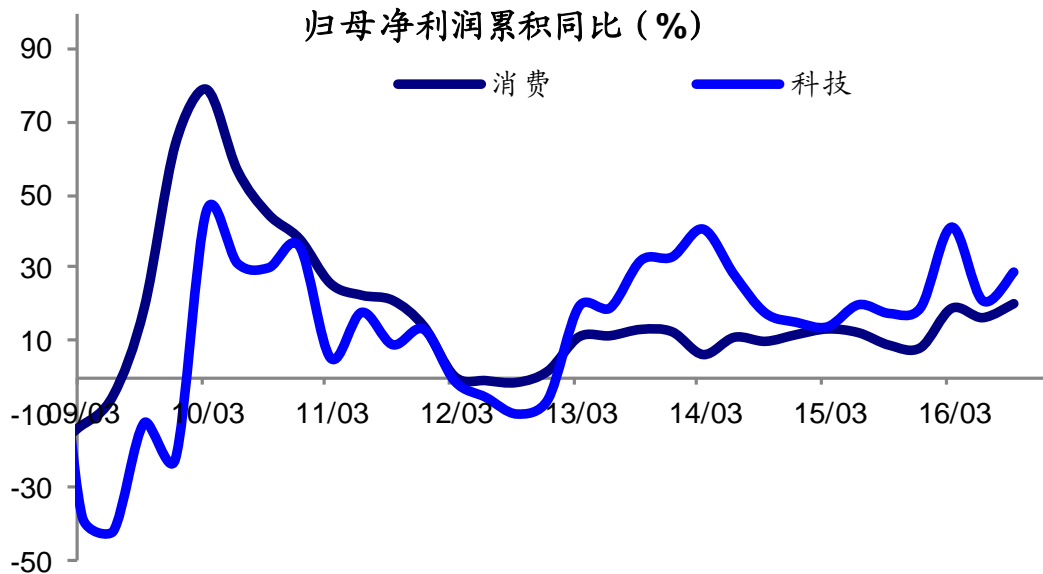
2015年各行业营收增速对比



新兴行业盈利保持高增长

- ✓ 消费行业净利润同比从12年底的1.5%上升至16年第三季度的20%，科技行业从12年底的-5.8%上升至16年第三季度的29%。

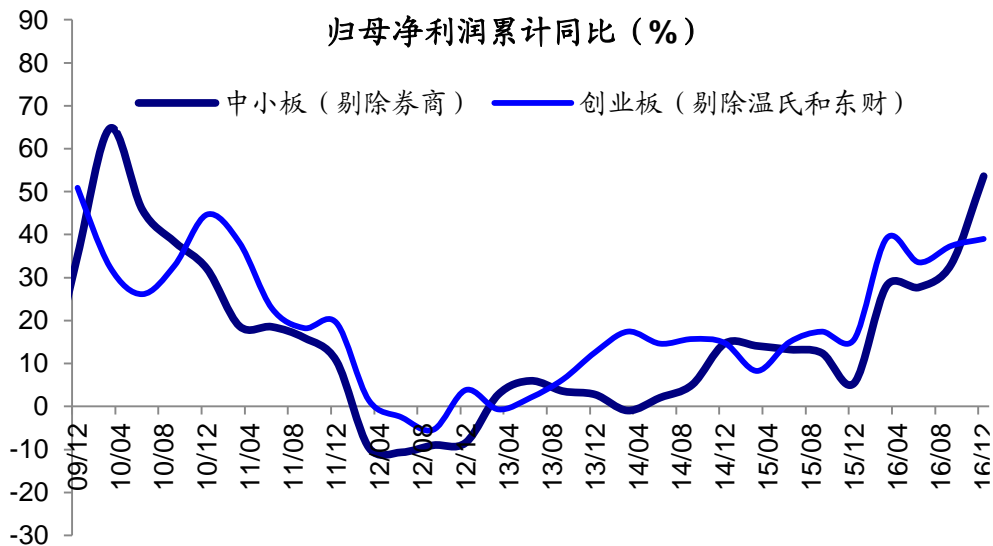
消费和科技行业净利增速回升



新兴行业盈利保持高增长

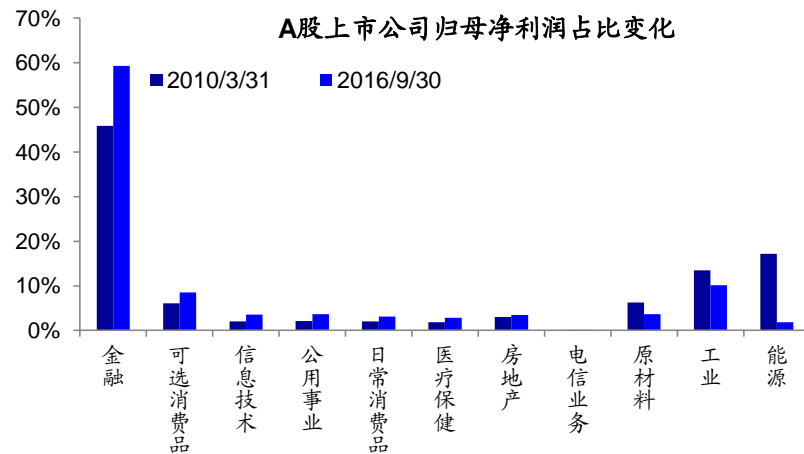
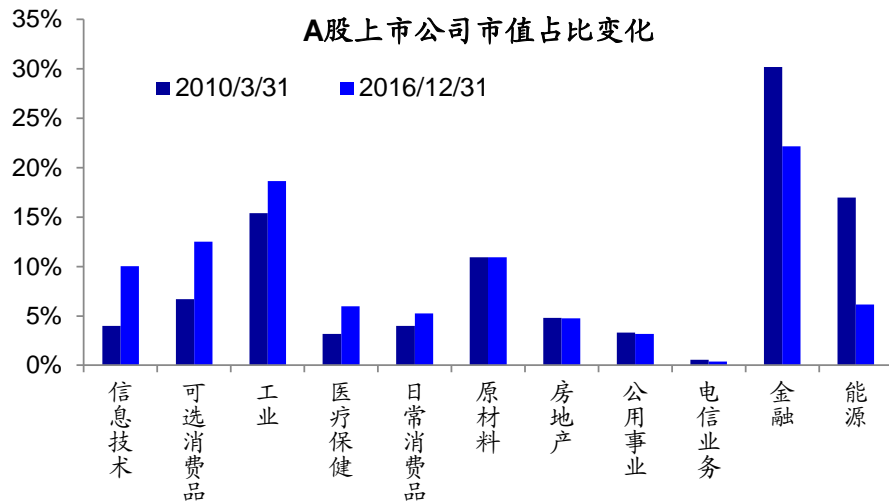
- ✓ 16年前三季净利同比22.5%，截止2017年2月3日，中小板（剔除券商）、创业板（剔除温氏和东财） 年报预告为53.6%、39%。

中小创净利润累计同比增速继续回升



新兴行业已经长大

✓ 全部中国上市公司中信息技术+可选消费+医疗保健市值占比从2010年Q1的18%上升至2016年Q4的29%。



17年盈利增速有望迎来中期拐点

✓ 预计17年全部A股净利同比为8%，整体盈利迎来中期拐点。

	净利润累积同比 (%)		
	16年前三季度	2016E	2017E
全部A股	1.9%	3%	8%
A股剔除金融	12.7%	15%	16%
中小板	21.3%	37%	35%
创业板	44.3%	38%	34%
周期	12.9%	14%	15%
金融	-4.5%	-4.1%	3.5%
地产	31.5%	32%	3%
消费	19.9%	20%	22%
科技	29.0%	29%	28%

1. 望远镜：市场处在什么阶段？

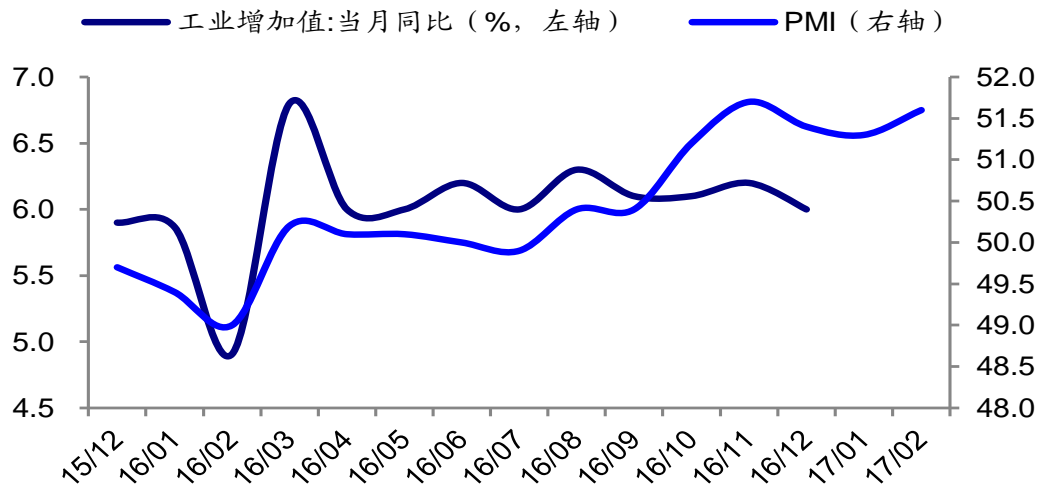
2. 放大镜：未来牛市核心是盈利

3. 投资策略：稳中求进，步步为营

震荡市：中枢缓慢抬升

✓ 16年上半年：2638-3100-2800点，下半年2800-3300-3000点，中枢抬升源于基本面改善，17年上半年继续。

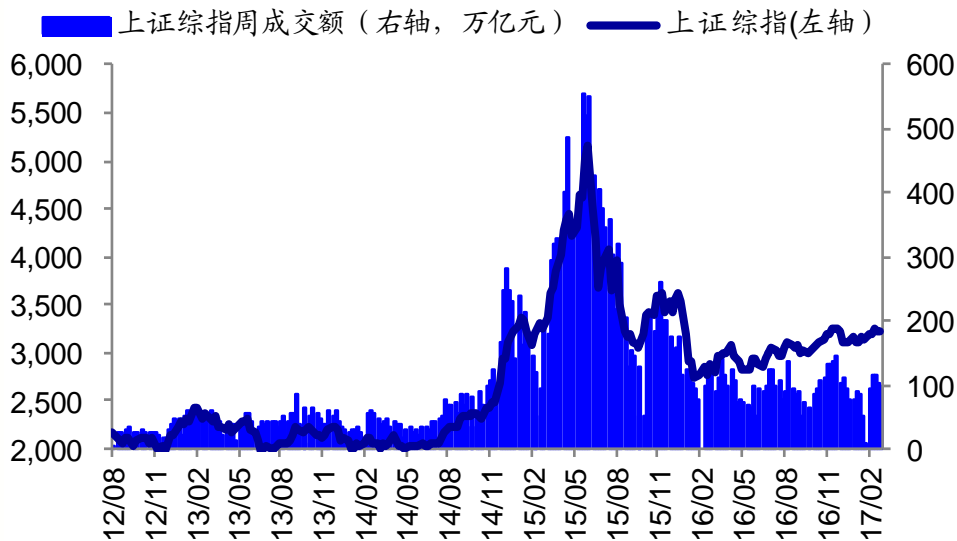
16年下半年经济基本面开始改善



17年：震荡抬升，稳中求进

- ✓ 上半年：中枢抬升、进二退一的震荡。
- ✓ 下半年：如果盈利回升确认+改革不断落地，将由春入夏。

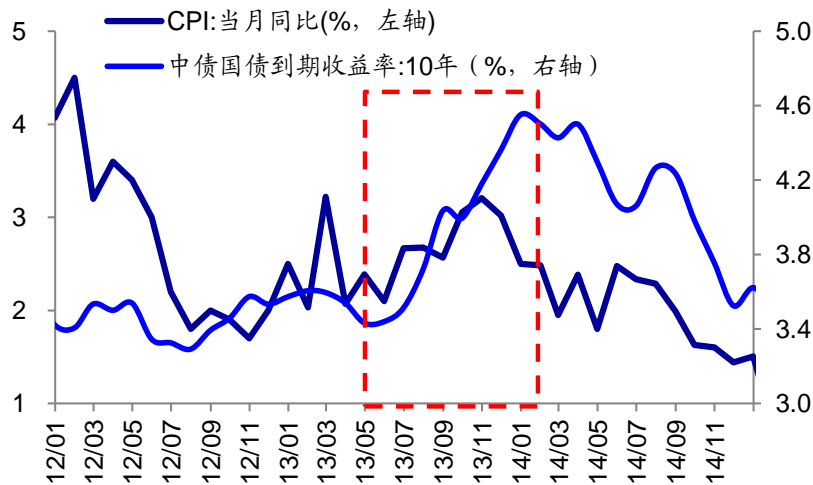
自2012年以来上证综指走势



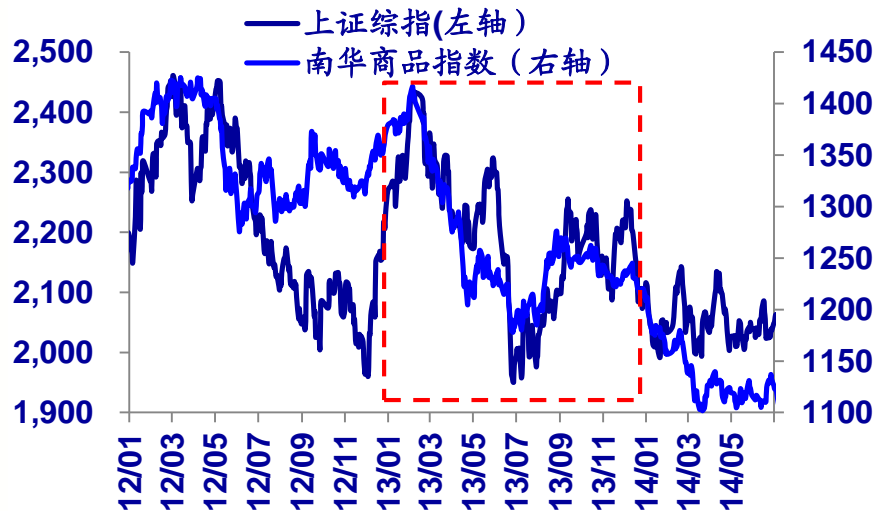
震荡市（春天）的倒春寒

✓ 一是去杠杆，利率阶段性上升，类似13年。

13年去杠杆期间利率阶段性上升



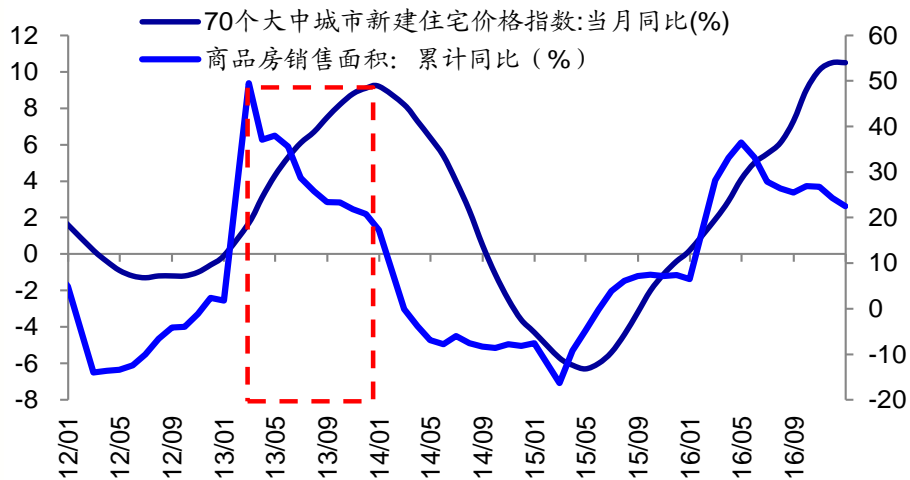
13年去杠杆期间A股走势疲软



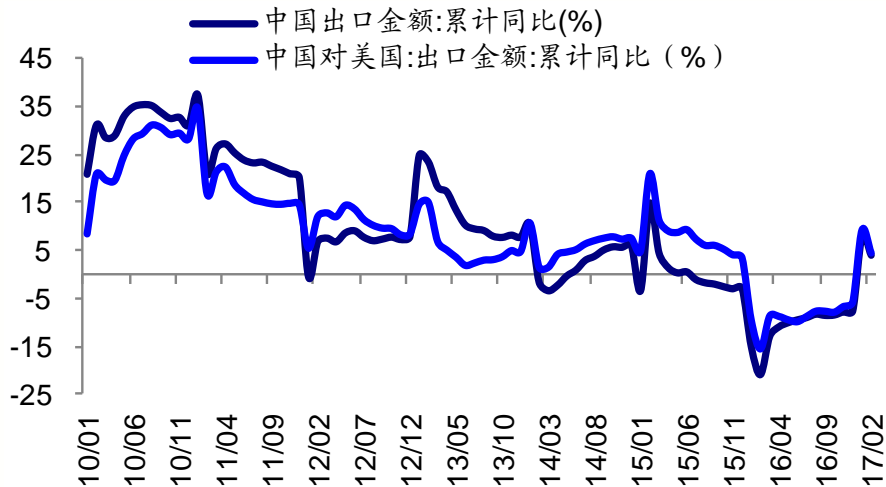
震荡市（春天）的倒春寒

✓ 二是地产政策继续收紧，中美贸易摩擦。

16年地产调控后地产销售额下降



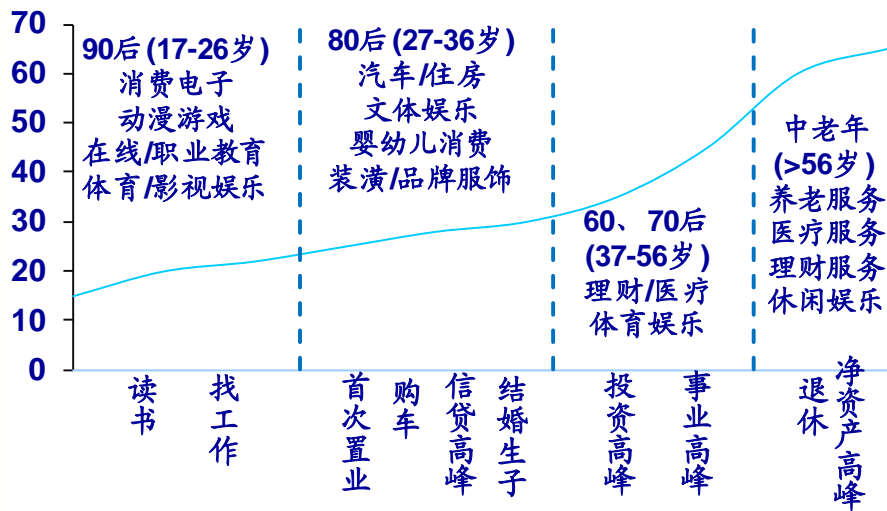
近期出口有所改善，关注中美贸易摩擦



投资进入二维投资时代

- ✓ 周期、消费：各有千秋，主题周期、消费升级。
- ✓ 价值、成长：走向共和，价值成长。

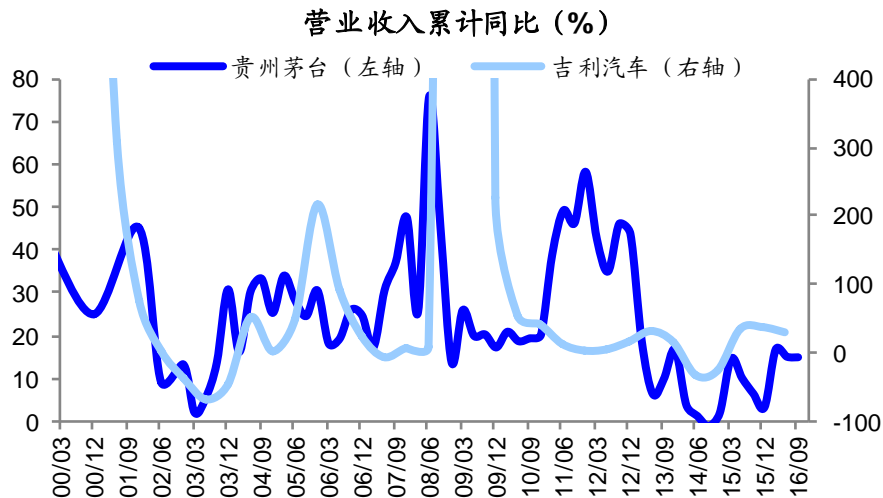
生命周期显示人的消费需求变化



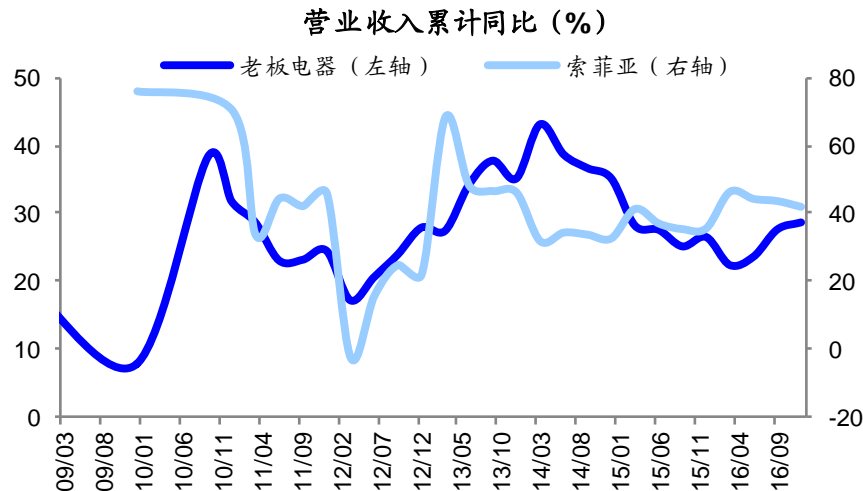
消费升级：品牌化

✓ 收入水平上升和人口年龄结构变化推动消费不断升级，从高端白酒，到自主品牌汽车，到品牌家具和小家电，重视中药保健。

16年以来茅台和吉利汽车业绩好转

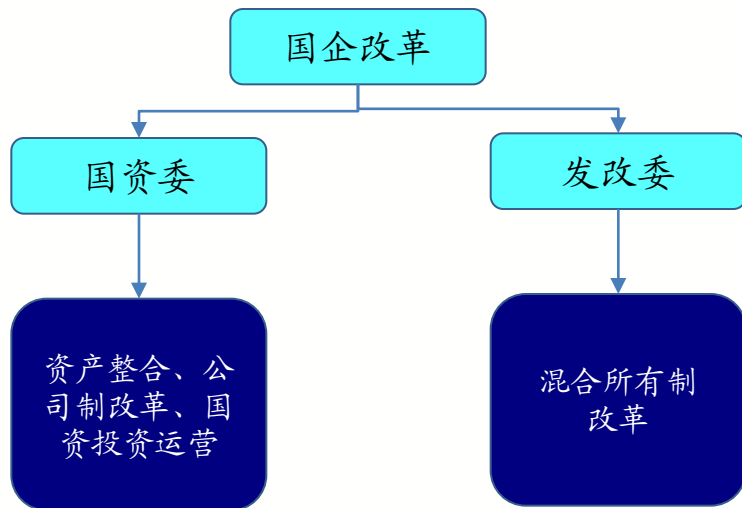


16年以来老板电器和索菲亚业绩好转



主题周期：国企改革1.0到2.0

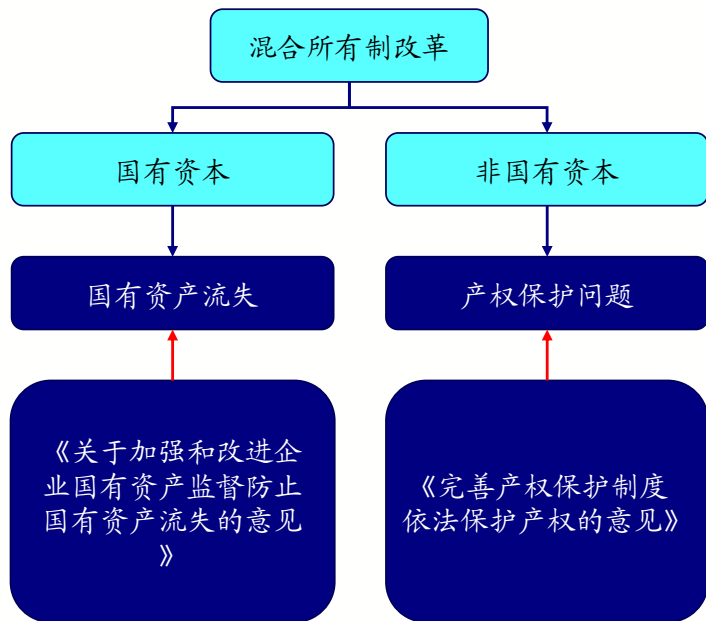
- ✓ 从16年9月发改委专题会到12月中央经济工作会议，国改进入以混改为突破口的2.0阶段。



混改是新一轮国改突破口

✓ 从资产整合、各类激励进入股权结构调整阶段，从国资委主管进入国资委与发改委协作阶段。

16年下半年混改在国改中地位得到提升		
时间	会议/文件	混改相关表述
2013/11/17	十八届三中全会	积极发展混合所有制经济，位列国资管理体制与现代企业制度之前
2015/9/14	《关于深化国有企业改革的指导意见》	推进国有企业混合所有制改革，位列现代企业制度与国资管理体制之后
2015/9/23	《关于国企发展混合所有制经济的意见》	宜改则改，稳妥推进
2016/9/28	发改委混改座谈会	混改是深化国改的重要突破口
2016/12/14	中央经济工作会议	混改是深化国改的重要突破口

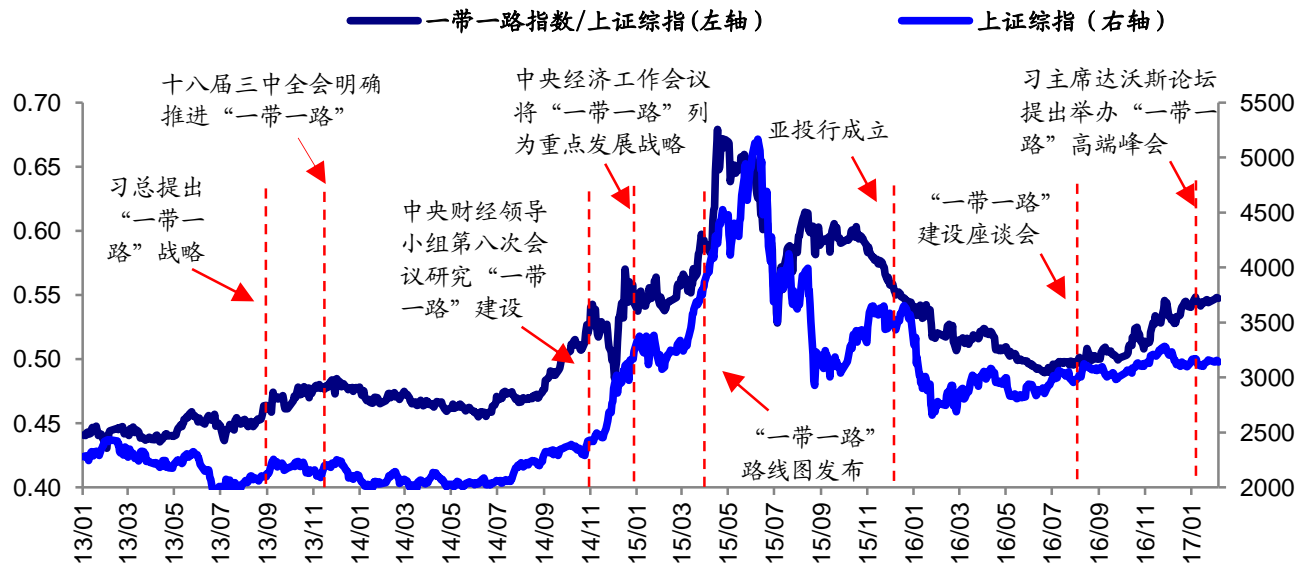


省份	股票代码	公司简称	行业	受益逻辑
央企	600028	中国石化	石油化工	油价反弹、改革加快、估值低
	600050	中国联通	通信	混改力度超前、新增用户数企稳加快、业绩反转
	600125	铁龙物流	交运	货物提价、重组预期
	600737	中粮糖业	农业	糖价上涨、资产注入预期
	002013	中航机电	军工	高管参与增发利于激发积极性
上海	600820	隧道股份	建筑	国盛持股比例高，混改可能性大
	600619	海立股份	家电	电气股权划转预示海立可能推进混改
	600626	申达股份	纺织服装	整体上市预期
	600848	上海临港	地产	资产注入预期
	600827	百联股份	批发零售	资产注入、激励、混改等值得关注
山东	600635	大众公用	公用事业	成立国改基金积极参与上海国企改革
	600600	青岛啤酒	食品饮料	第二大股东可能转让股份
安徽	600858	银座股份	批发零售	资产注入
	000630	铜陵有色	有色金属	员工持股计划
广东	600761	安徽合力	机械	国改预期，低估值，旺季来临
山西	000529	广弘控股	食品饮料	外延并购、资产注入
	000968	*ST煤气	煤炭	山西国改优质标的
福建	600809	山西汾酒	食品饮料	跟随高端白酒复苏，省内经济好转
	002396	星网锐捷	通信	陆续收购子公司（管理层所持）少数股东权益

主题周期：“一带一路”

- ✓ “一带一路”步入规划期到实效期的2.0阶段。
- ✓ 今年5月中国将在北京主办“一带一路”国际合作高峰论坛。

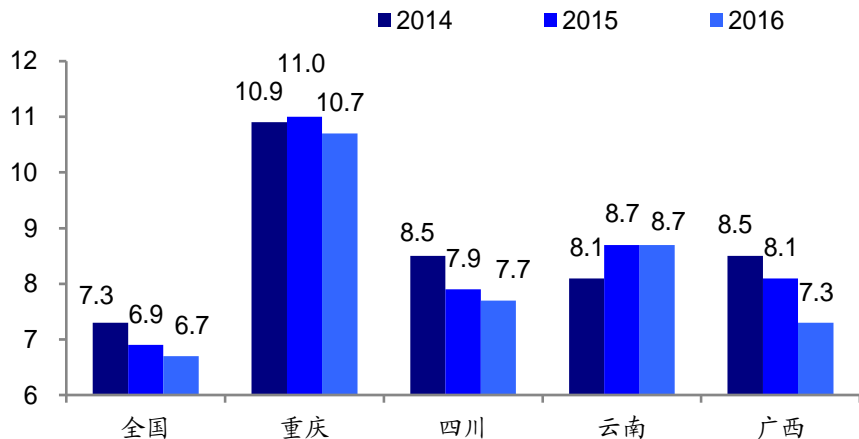
13年以来一带一路指数和上证综指走势对比



✓ 西南省市GDP持续高于全国，建筑类企业16年海外订单快速增长。

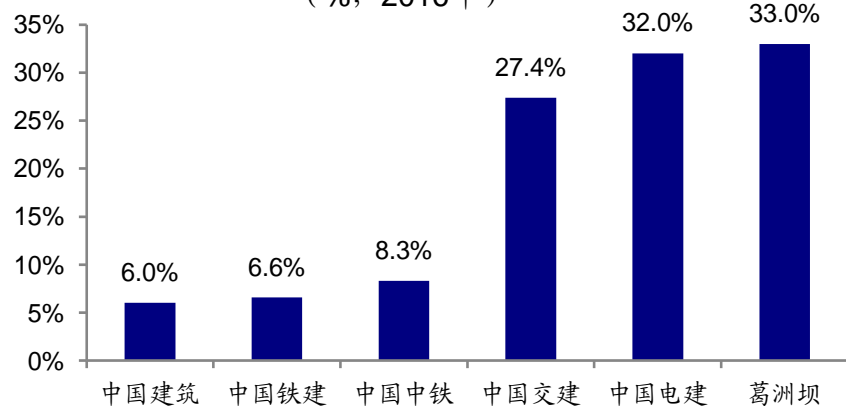
西南四省GDP增速持续高于全国平均水平

西南四省GDP增速持续高于全国平均 (%)



建筑工程海外新签合同占比 (2016年)

建筑工程企业海外新签合同占比 (%) (2016年)



代码	公司简称	PE 2017	EPS 2017	推荐理由
000928.SZ	中钢国际	19	1.01	海外订单超 70%， “债转股”落地、员工持股、PPP 加速
601800.SH	中国交建	15	1.20	海外业务实力强劲， 2016 前三季度公司海外订单额同比增 27%
002051.SZ	中工国际	16	1.62	2016 年海外业务新签合同额同比大幅增加 32.6%， 在手订单充裕
002302.SZ	西部建设	22	0.50	新疆需求边际改善驱动业绩弹性
600500.SH	中化国际	30	0.38	中化集团农药业务资产的整合平台， 海外天胶资产盈利性有望提高
300257.SZ	开山股份	49	0.42	具备先进的地热产品和技术， 东南亚地热资源丰富
601766.SH	中国中车	22	0.48	一带一路将逐步打开更广袤的市场空间
000063.SZ	中兴通讯	14	1.08	国际化征程已经超过 20 年， 国际业务营收占比超过五成
002583.SZ	海能达	36	0.40	近三年海外市场收入稳占总营收比 50%以上
600089.SH	特变电工	14	0.77	在全球 59 个国家和地区建立了销售服务网络

成长相对估值逐步消化

✓ 按业绩增速计算，相对PE（中小创指/上证50）17年一季报后将回到13年初。

中小板估值相对上证50变化



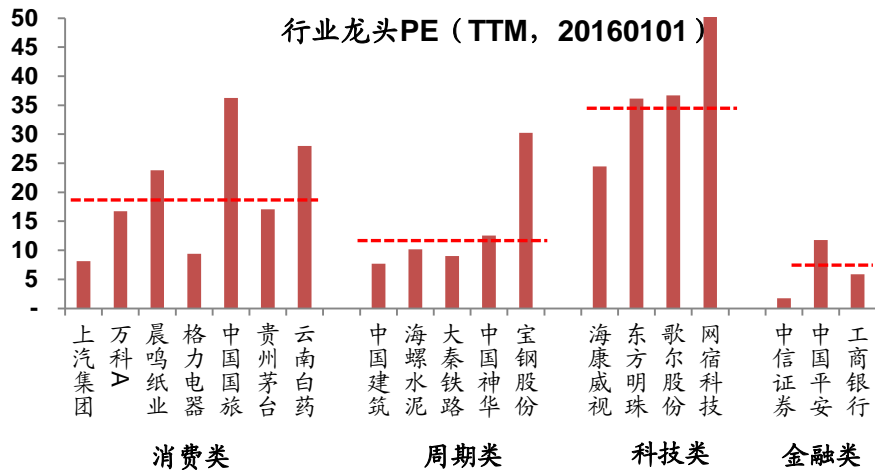
创业板估值相对上证50变化



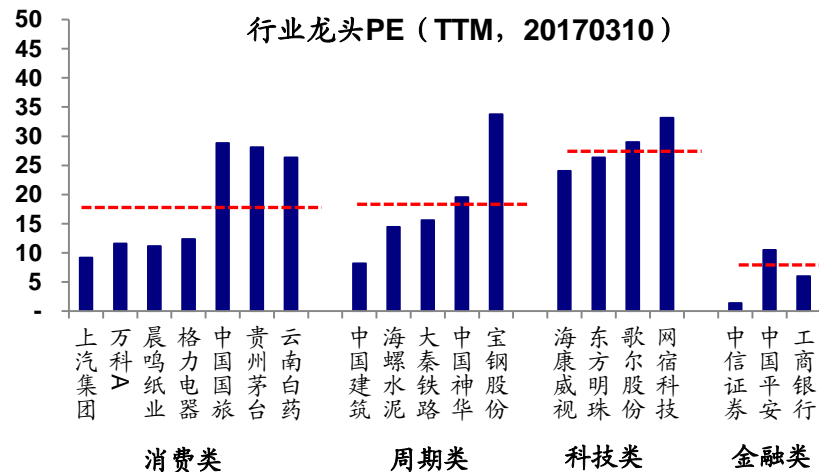
消费、周期、科技龙头PE差距缩小

✓ 科技股龙头PE均值29倍，周期股18倍，消费股18倍，金融股8倍。

16年年初科技类龙头PE整体较高



如今科技类龙头PE已有下滑



● 市场格局：震荡区间逐步抬升

- ✓ 市场分为：单边上涨的牛市、单边下跌的熊市、区间波动的震荡市。
- ✓ 上半年：进二退一的震荡，下半年：确认盈利回升、改革深化。
- ✓ 短期春季行情走在路上，二季度注意倒春寒：去杠杆、中美贸易摩擦。

● 应对策略：战略乐观，步步为营

- ✓ 战略上乐观，震荡阶段逐步确认、步步为营。
- ✓ 主题周期（国企改革、一带一路）、消费升级。
- ✓ 成长相对估值逐渐消化，精选有业绩的价值成长。

● 风险提示

- ✓ 国内去杠杆引发利率波动，大宗商品价格上涨引发全球性通胀。

分析师声明

荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姓名	职级	SAC执业证书编号	联系电话	邮箱
荀玉根	首席分析师	S0850511040006	021-23219658	xyg6052@htsec.com
钟青	分析师	S0850515100001	021-23216353	zq10540@htsec.com
申浩	联系人		021-23154117	sh10156@htsec.com
郑英亮	联系人		021-23154147	zyl10427@htsec.com
李影	联系人		021-23154190	ly11082@htsec.com
姚佩	联系人		021-23154184	yp11059@htsec.com
唐一杰	联系人		021-23144184	tjy11545@htsec.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。