

春季躁动 优选结构

——2018 年一季度股票市场投资策略

市场回顾

2017 年四季度，上证综指、深证成指、中小板指、创业板指涨跌幅情况分别为-1.2%、-0.4%、-0.1%、-6.1%。股票市场于 11 月中旬开始回吐前期涨幅，原因在于业绩空窗期、年末资金面变化、以及年底机构交易行为给市场带来扰动。分行业来看，食品饮料、家电行业受益于通胀预期，涨幅靠前；而计算机、国防军工等行业则由于基本面缺乏支撑亮点而跌幅靠前。

图：2017 年四季度行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

A 股市场关键变量分析

国内保有韧性 海外势头向好

从 2017 年四季度来看，国内经济韧性仍保持较强态势，PMI 连续 17 个月位于荣枯线上方、且走势较为平稳；海外经济势头持续向好，美、欧、日制造业 PMI 均处于高位水平、维持上行势头，同时美国税改落地，有望进一步提振美国经济甚至外溢至其他国家。

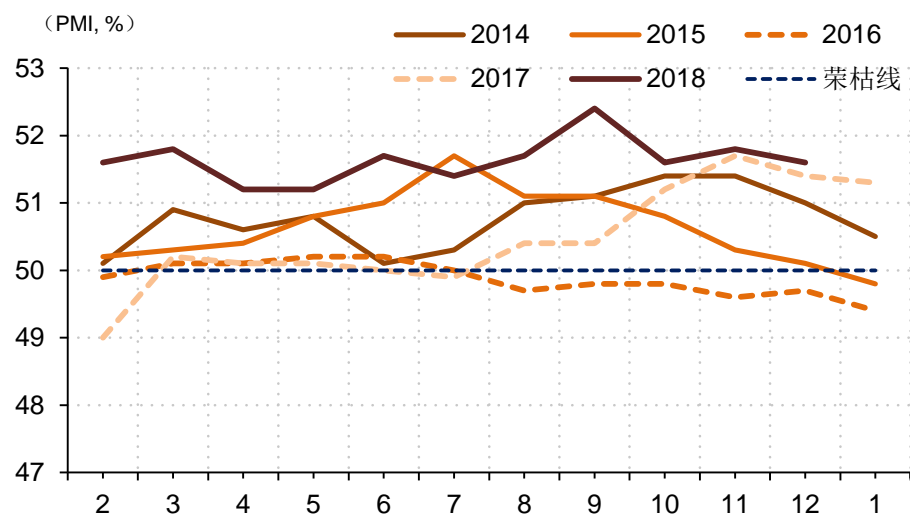
往前看，预计金融去杠杆及财政一般积极的政策组合或带来 18 年的实体经济资金来源边际收紧、给经济施加一定下行压力；同时，经济结构改善也使得经济具备一定韧性，预计实体经济将呈现稳中向下的趋势。

图：2017 年 12 月中采制造业环比回落、非制造业 PMI 环比上行



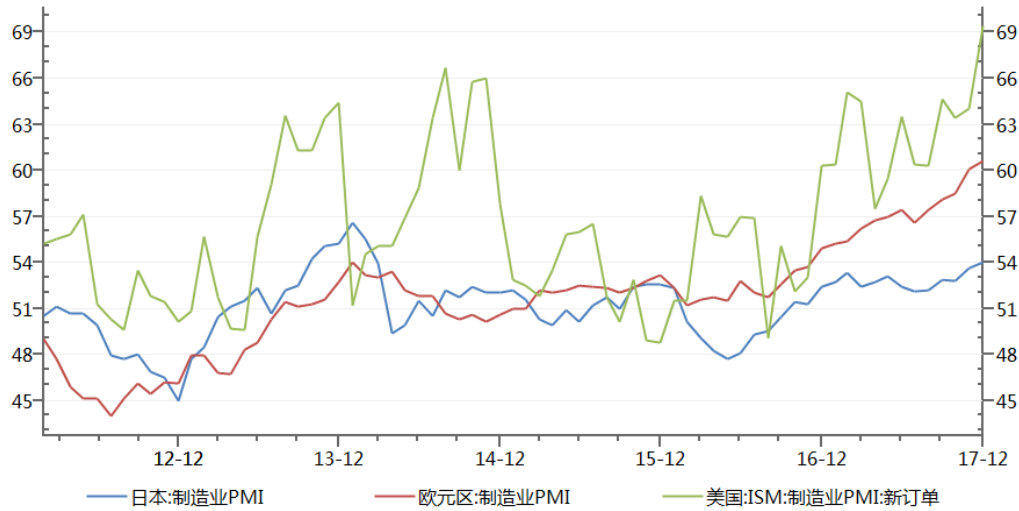
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：2017 年 12 月 PMI 符合近 5 年历史季节性



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：美、欧、日经济向好

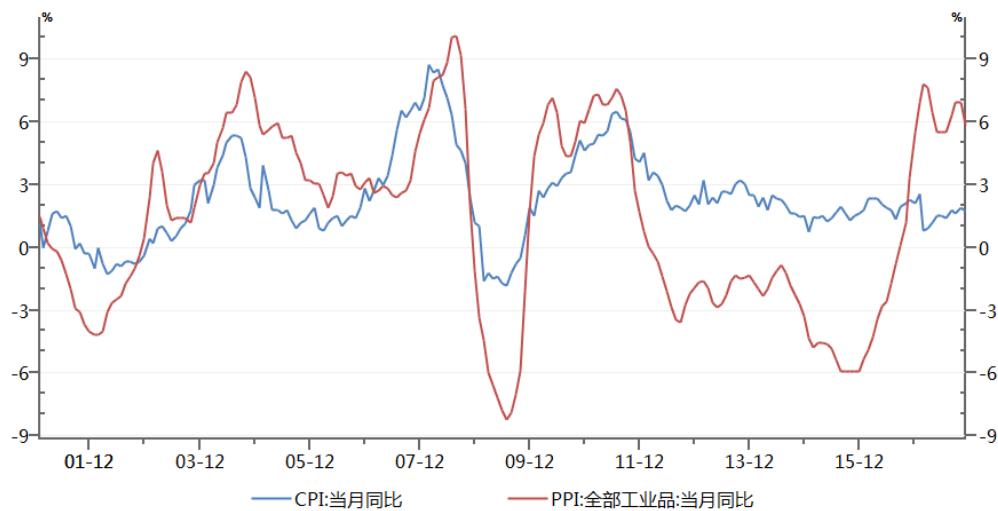


数据来源：Wind 资讯，招商基金

环保政策托住 PPI 双重因素稳定 CPI

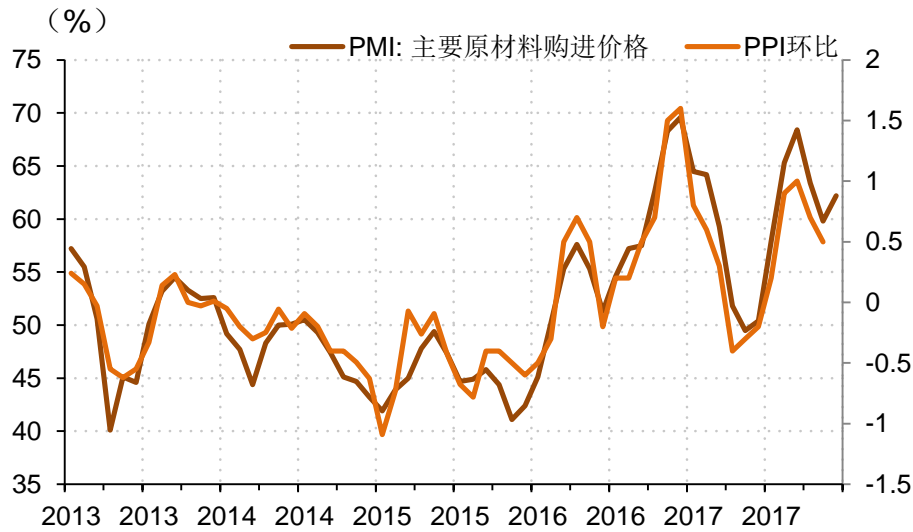
价格方面，PPI 受环保政策等的影响维持较高水平，CPI 则同时受非食品分项拉动及食品分项拖累、总体较为稳定。往前看 18 年，PPI 基数抬升，全年同比中枢将较去年有所收窄，而 CPI 同比则或更受食品分项拖累减轻的影响整体抬升，二者剪刀差收窄，全年中枢或分别为 3.5%和 2.5%。

图：CPI 同比、PPI 同比



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：2017年12月PMI主要原材料购进价格指数分项再度反弹



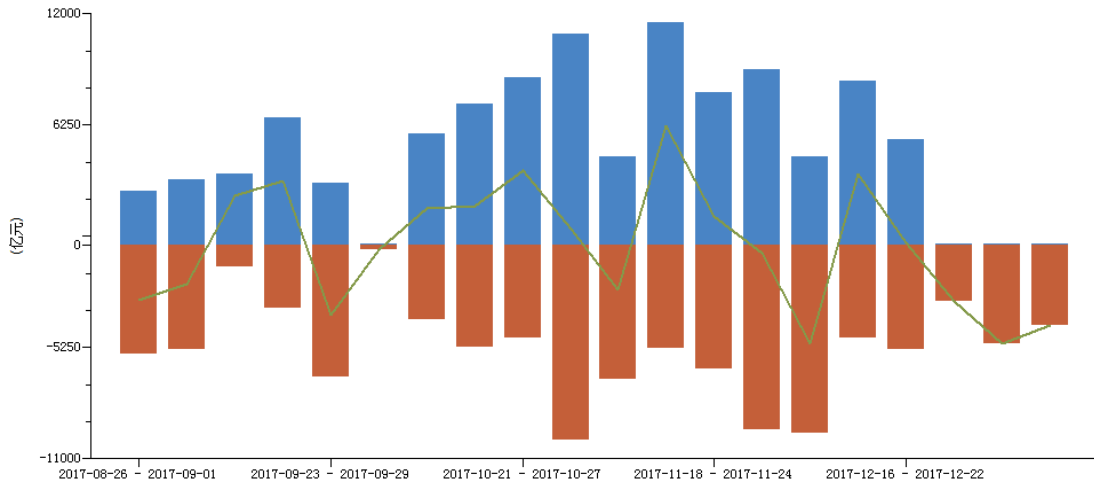
数据来源：Wind 资讯，招商基金

金融监管动作频繁 央行呵护流动性

2017年四季度以来，2017年10月召开的十九大及12月召开的中央经济工作会议等重要会议均继续明确了金融监管的重要性，各类金融监管机构也频繁出台文件：11月17日，央行联合三会一局正式发布资管新规征求意见稿，明确打破刚兑、严控期限错配、消除多层嵌套等；12月22日，银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，规范银信合作类业务；12月29日，银监会印发《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》，2018年1月3日，央行发布302号文规范债券代持、限制回购；2018年1月5日，银监会再连发三文，分别是《商业银行大额风险暴露管理办法》（公开征求意见）、《商业银行股权管理暂行办法》和《商业银行委托贷款管理办法》，规范银行类业务。

与此同时，央行也继续呵护市场流动性。例如，2017年12月29日，央行决定建立“临时准备金动用安排”，规定在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可以临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天；按照5大行/5大行+上市股份行的口径、2%的上限释放的流动性假设估算，可最多释放流动性1.4—1.8万亿，有利于整体银行和货币市场在春节前这种特定时期的市场流动性稳定。

图：17 年四季度以来央行公开市场操作情况



数据来源：Wind，招商基金

图：央行“临时准备金动用安排”释放流动性规模测算

百万元	存款	
	3Q17	释放2%
工行	19,329,643	386,593
建行	16,502,595	330,052
农行	16,370,168	327,403
中行	13,836,476	276,730
交行	4,866,841	97,337
招行	3,974,219	79,484
中信	3,316,743	66,335
浦发	3,119,007	62,380
民生	2,936,748	58,735
兴业	2,948,556	58,971
光大	2,227,244	44,545
华夏	1,415,273	28,305
平安	1,911,741	38,235
四大行	66,038,882	1,320,778
五大行	70,905,723	1,418,114
五大行+股份行	92,755,254	1,855,105

数据来源：Wind，招商基金

A 股市场配置策略

股票投资方面，一季度处于上市公司业绩真空期及 18 年前两月的实体经济数据真空期，年前投资者兑现收益获利了结行为暂告一段落，同时央行有意维持流动性平稳，从历史情况

来看，春季躁动行情发生概率较高，因而我们对市场不悲观。同时，我们也更注重结构性行情，看好业绩稳健的龙头股，同时关注业绩估值匹配较好的二线龙头标的；行业及主题方面，我们持续关注具备基本面有改善、行业集中度提升、政策导向鼓励、前期涨幅不明显等特征的行业，包括金融、地产、化工、新能源、建材、先进制造业等领域。

具体来看：

金融：银行板块方面，多个银监会监管文件对银行业绩影响有限，后续随着银行不规范业务的进一步清理整顿，银行业务将进一步回归传统信贷业务模式，有助于消除市场对银行非标及影子银行的担忧，有利于银行整体估值提升；非银板块方面，保险行业公司受益于保障转型抬升估值的长逻辑不变，内含价值增速稳健，长期投资价值仍然存在，券商股则估值处于历史低位，有望迎来阶段性反弹行情。

地产：近期有部分城市出台类边际宽松政策，地产行业此前的重要政策压制估值因素有望缓解；与此同时，行业龙头集中度进一步提升，给龙头带来估值溢价。我们对地产行业不悲观，同时看好龙头结构性行情。

化工：整体来看，欧佩克减产执行率高，虽然美国页岩油增产压制油价，但需求端形成有力支撑，预计未来油价呈现温和上涨态势。而化工行业在油价温和上涨过程中最为受益。选股思路，我们从两条主线进行选择。第一条主线：油价上涨周期中，选择受益于原油上涨，产品价格和盈利改善的PTA-长丝产业链，以及布局海外油气资产的上游公司。第二条主线：环保督查加速产能出清，优质企业盈利大幅改善。同时，这一轮行业景气带来的扩产冲动相对较弱，优质企业盈利有望保持高位。

新能源：新能源子领域中，我们最看好风电板块。在三北地区限电改善、中东部及南方市场工期影响弱化、以及低风速风机技术持续突破等带动下，2018年-2020年国内风电装机将迎来确定性复苏，预计年均增速30%左右，2020年后风电行业将正式迈入平价，实现风火同价的新周期。另外，分散式风电政策持续发酵，相关规划陆续发布，后期有望进入爆发增长期，驱动国内风电超预期。与此同时，十三五将是国内风电制造业升级、走向全球化的关键时期；目前国内零部件企业已开启全球化供应，整机企业持续突破，逐渐形成一批具备国际一流竞争力的企业，海外市场将为国内风电制造业贡献新的需求增量。

建材：我们看好水泥的春季躁动行情。2017年11月以来水泥价格表现超预期，华东地区价格已创历史新高。价格大幅上涨背后的核心要素同样来自供给超预期收缩，从年初开始，北方十五省错峰生产、环保核查、环保停产、协同停产等，使得实际供给一直处于压缩状态，供需关系得以保持在较好的态势。当下行业中期格局持续改善，龙头盈利稳定提升；本轮周

期由于供给被严格控制、需求韧性强，景气度延续时间将超预期，虽然接下来一季度是行业淡季，根据过往经验来看，水泥股存在明显的“春季躁动”（1季度数据真空期；淡季价格下跌是正常表现，市场对基本面不大敏感），同时从基本面来看 2018 年 1 季度是周期股预期差修复较好时期。

先进制造业：从政策角度看，国家对于先进制造业的支持力度不断加大。从时间节点上看，支持先进制造业的政策不断出台。十九大报告中明确提出进一步支持实体经济，发展中国的先进制造业。从执行角度看，国家对于半导体研发费用的资金给予利息优惠和相应减缓，将大大推动行业优质企业在研发和创新领域的突破，未来一段时间对于代表发展方向的实体经济制造领域会有更多的普惠政策和支持措施出台。从国内实际发展角度看，优秀的国企和民企加大研发力度和市场布局，产品不断打磨，有中国品牌的代表性企业不断走出来。



地址：深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 28 层
邮编：518040
总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
公司网址：www.cmfcchina.com
电子邮箱：cmf@cmfcchina.com
客户服务热线：400-887-9555（免长途费）

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意删改。