

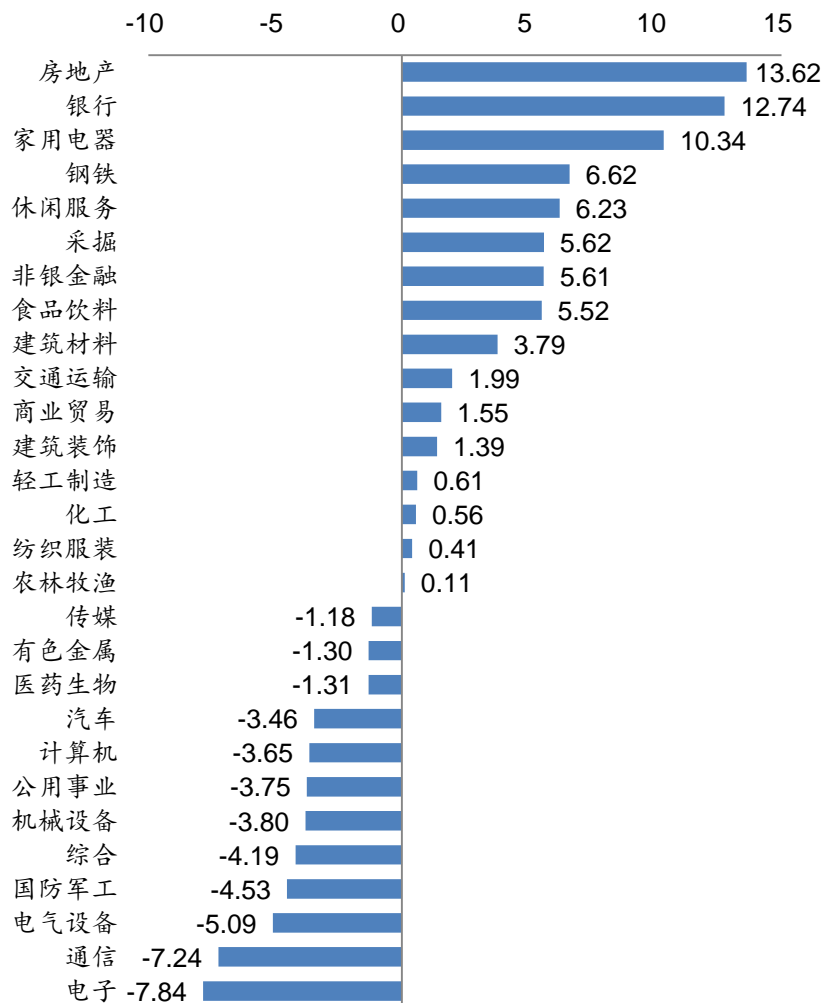
## 守住结构行情 匹配估值盈利

### ——2018年2月股票市场投资策略

#### 市场回顾

2018年1月，上证综指、深证成指、中小板指、创业板指涨跌幅情况分别为5.25%、1.08%、-1.78%、-1.00%。春季躁动行情中，仍以结构性机会为主，整体而言大票强于中小创。分行业来看，房地产行业受益于政策边际不再趋严、行业集中度抬升等逻辑、叠加之前滞涨、涨幅排名第一，银行在基本面好转以及海外资金的推动下、估值偏低的情况下、涨幅靠前，而家电板块则受益于一季度业绩超预期的影响，同样行情较好；此外，电子板块受苹果公司砍单影响、通信板块由于暂时无业绩支持等因素，跌幅居前。

图：2018年1月行业涨跌幅



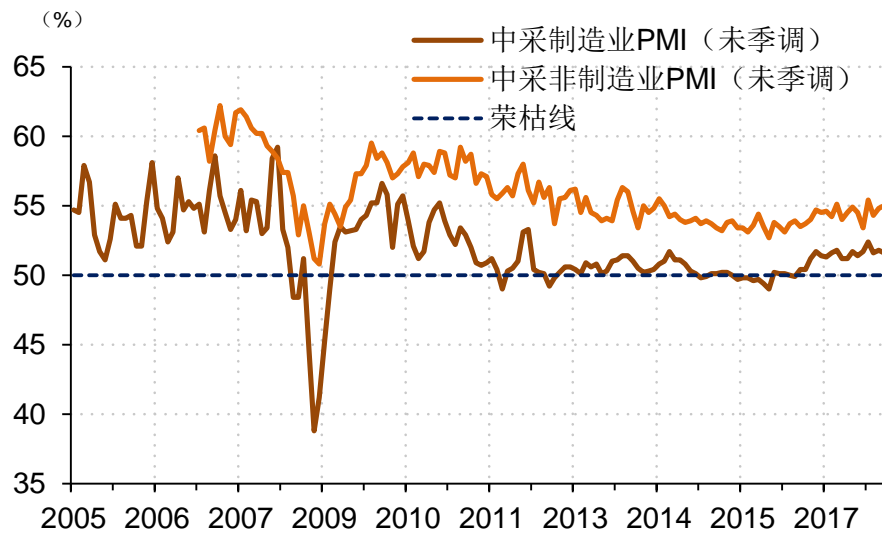
数据来源：Wind 资讯，招商基金

## A 股市场关键变量分析

### 海内外经济韧性仍然较强

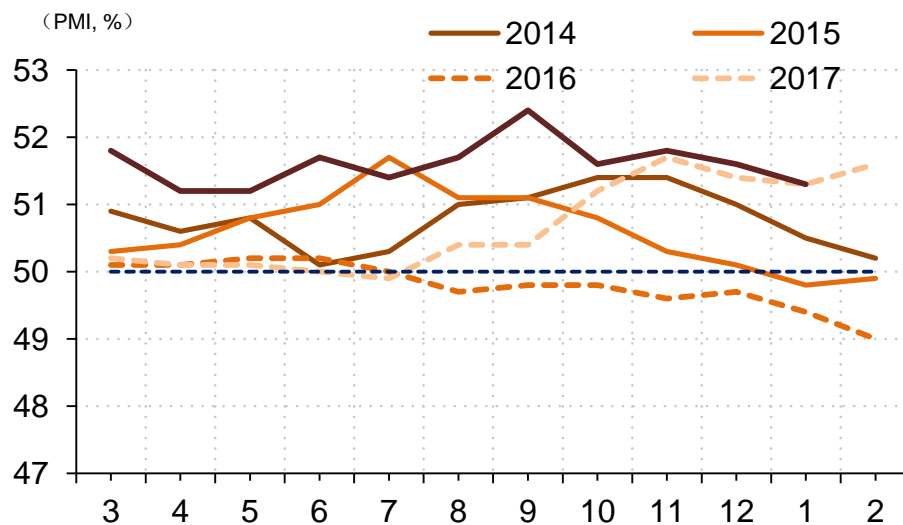
从 18 年 1 月情况来看，国内经济韧性仍保持较强态势，PMI 连续 18 个月位于荣枯线上方，单月回落也符合历史季节性规律。从海外情况来看，美、欧、日等发达经济体经济走势仍处于上升通道中。我们维持对经济走势稳中下行的判断，主要原因在于金融监管趋严及地方财政管制背景下的货币政策仍然中性偏紧、财政政策一般积极，同时，经济结构改善（更为稳定的消费拉动经济占比抬升、海外经济向好拉动国内出口等）也使得经济具备一定韧性。

图：1 月中采制造业环比回落、非制造业 PMI 环比上行



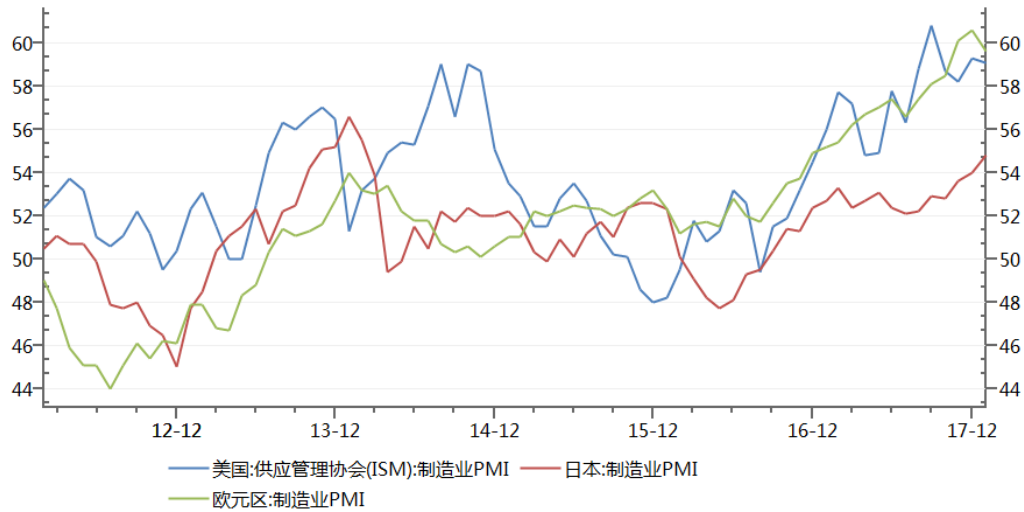
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：今年 1 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

### 金融监管持续推进 央行投放流动性降低短端利率

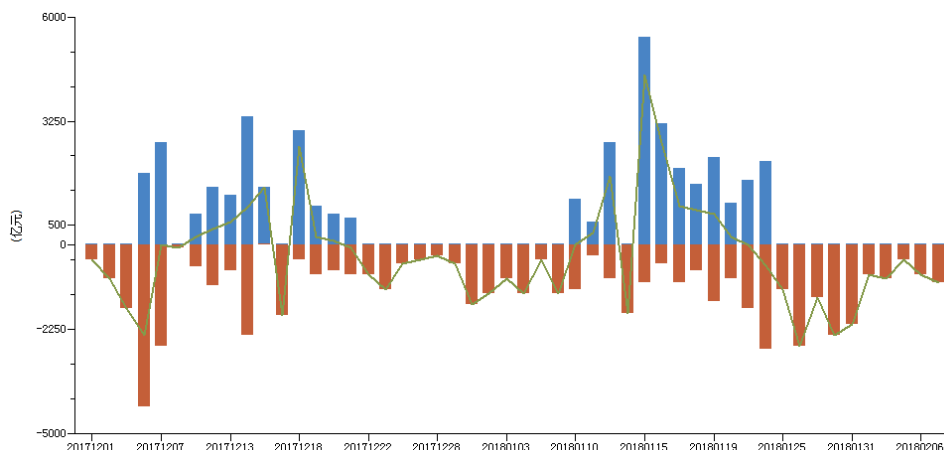
今年以来，在十九大会议及中央经济工作会议精神的指导下，金融监管持续推进，一行三会频繁发文，并对部分不合规的金融机构或事件作出惩罚。同时，央行稳步呵护市场流动性的动作也继续，除了2017年12月29日央行建立的“临时准备金动用安排”规定在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可以临时使用不超过两个百分点、期限30天的法定存款准备金以外，2018年1月前两旬基本都处于基础货币净投放的状态，也正是因此，我们观察到短端收益率自2018年1月以来有所下行。

表：2018年来主要金融监管文件及主要内容

发布时间	监管机构	监管文件或措施	主要内容与目的
2018-01-05	一行三会	《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》	督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。
2018-01-16	银监会	《关于印发〈衍生工具交易对手违约风险资产计量规则〉的通知》	强化商业银行衍生工具风险管理和计量能力，适应国际监管标准变化和衍生工具业务发展趋势。
2018-01-13	银监会	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	切实规范银行业经营行为，持续推动整治银行业市场乱象向纵深发展，严守不发生系统性金融风险的底线。
2018-01-12	银监会	《关于开展投资管理型村镇银行和“多县一行”制村镇银行试点工作的通知》	完善了村镇银行监管制度，调整优化村镇银行投资管理模式和设立方式，进一步加强和改进偏远地区和欠发达地区普惠金融服务水平。
2018-01-06	银监会	《商业银行委托贷款管理办法》	规范商业银行委托贷款业务，加强风险防范，更好地服务实体经济。
2018-01-05	银监会	《商业银行股权管理暂行办法》	加强商业银行股权管理，规范商业银行股东行为，弥补监管短板。
2018-01-05	银监会	《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》	推动商业银行强化大额风险暴露管理，有效防控集中度风险。
2018-01-12	证监会	对5宗案件作出行政处罚（包括：4宗内幕交易案，1宗证券从业人员违法买卖股票案）	上述行为违反了证券期货法律法规，破坏了市场秩序，必须坚决予以打击。
2018-01-05	证监会	对5宗案件作出行政处罚（包括：1宗信息披露违法违规案，2宗操纵市场案，1宗内幕交易案，1宗中介机构违法违规案）	上述行为违反了证券期货法律法规，破坏了市场秩序，必须坚决予以打击。
2018-01-17	保监会	《打赢保险业防范化解重大风险攻坚战的总体方案》	进一步加强保险业风险防控，提升风险防范能力，严守不发生系统性金融风险底线。
2018-01-10	保监会	《保险标准化工作管理办法》	完善标准制定工作程序，提高保险业标准化工作的规范性和科学性。
2018-01-05	保监会	《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》	更好发挥保险资金服务实体经济的作用，切实防范保险资金以通道、嵌套、名股实债等方式开展股权投资计划业务，遏制地方政府隐性债务增量。

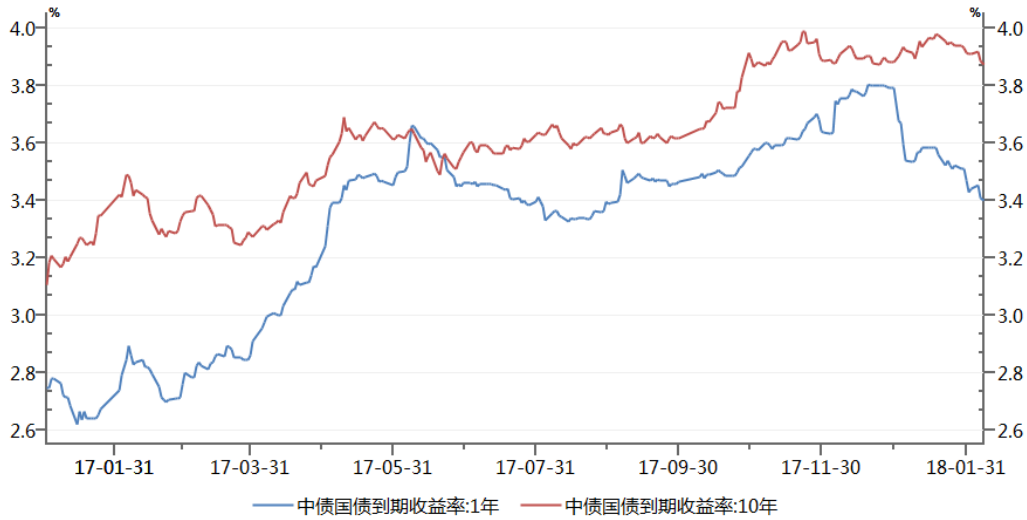
资料来源：国泰君安研究所，招商基金

图：17年12月以来央行公开市场操作情况



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：17 年以来长短端利率变化情况



数据来源：Wind，招商基金

## A 股市场配置策略

前期市场处于上市公司业绩及实体经济数据真空期，叠加流动性整体平稳，春季躁动的乐观情绪带动部分结构性行情势头强劲；但在近期，由于美债长端收益率受到通胀预期升温影响超预期上行、带来美股估值下杀、同时带动量化交易自动运算超卖，恐慌情绪蔓延至全球市场，A 股同样未能幸免。往前看，我们认为部分结构性行情的逻辑并未打破，而在挑选标的的方面将更加重视盈利和估值的匹配程度以及业绩的确定性，关注低估值的金融地产板块、受益于油价上行的化工领域、以及供给侧逻辑的煤炭钢铁行业。

具体来看：

金融地产：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，同时海外资金涌入也带来边际推升力量；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；地产板块方面，行业政策整体不再大幅收紧，股价压制因素有望缓解；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。选股思路上，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。

煤炭钢铁：钢铁领域方面，高炉限产导致铁水难以增产，而废钢资源有限，所以钢铁产量增长面临铁水和废钢资源两大瓶颈，因而 18 年产量难以大幅增长是大概率事件，进而钢铁股的盈利基本不会受太大影响，18 年钢铁供需依旧紧平衡，钢厂高盈利水平可持续；同时，行业未来资本开支会下降，分红率将会提高，助于估值修复。煤炭领域方面，需求面海内外经济韧性仍强，供给面我国煤炭供给依然受限、而限产催化周期开启焦煤焦炭提价；预计 2018 年龙头煤炭股业绩有望增长 30% 以上，估值与 2010-2012 年相同盈利时期比仍有 50% 提升空间。

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。