

无需过度悲观 精选结构机会

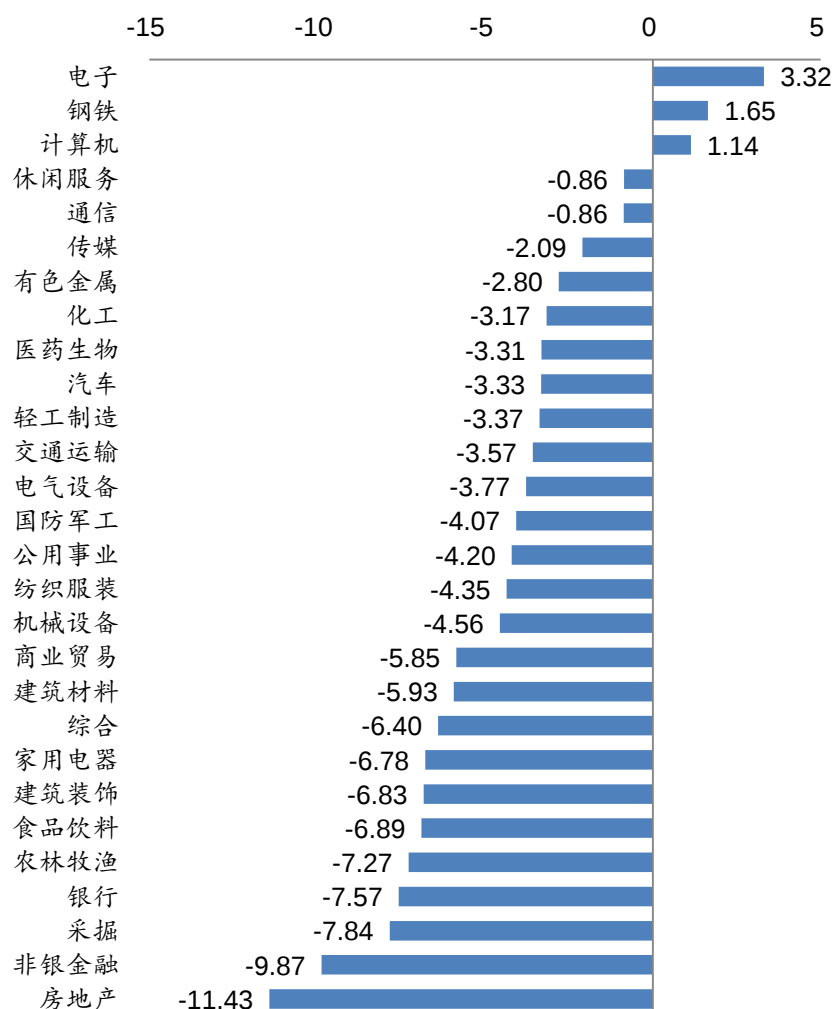
——2018 年 3 月股票市场投资策略

市场回顾

2018 年 2 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-6.36%、-2.97%、0.76%、1.07%。部分股票业绩低于预期、股权质押问题、资管新规相关问题，叠加海外市场暴跌情绪传导，造成了整个 2 月（尤其是上旬）股票市场的大幅下挫。

分行业来看，电子、计算机行业在前期跌幅较大的情况下有一定反弹，钢铁行业受益于供需格局同样涨幅相对靠前；与此同时，房地产行业受两会前房地产税传闻等影响、叠加前期累计涨幅较大，2 月跌幅最大，而非银金融板块则受大盘波动影响下跌明显。

图：2018 年 2 月行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

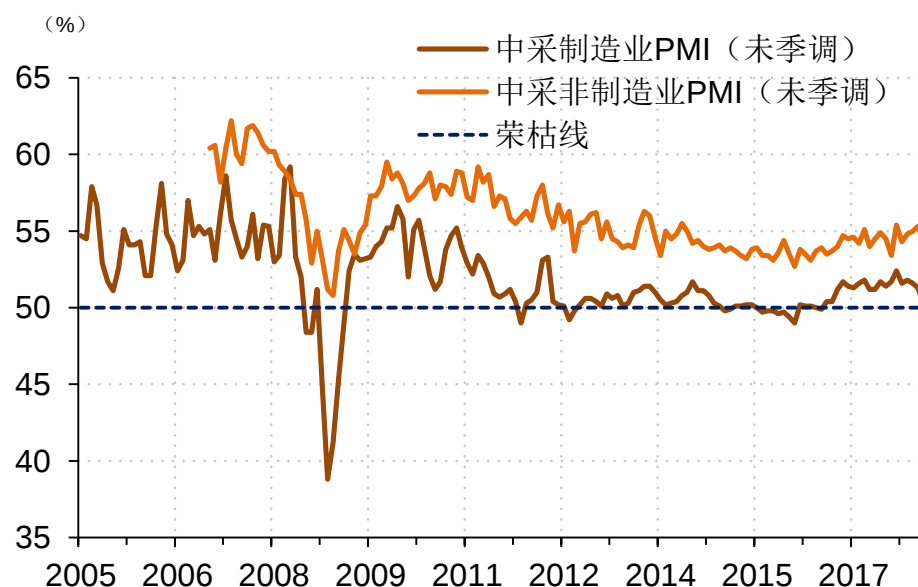
A 股市场关键变量分析

春节等因素导致内需有所降温

18 年 2 月的 PMI 数据为连续第 19 个月在荣枯线上方，但较预期和季节性都偏低。其低于历史季节性原因一是在于春节扰动，二是季调方法导致（时间序列季调方法的因子中，其中一个因子是最近年份的数值影响更大，由于 2018 年春节假期全部落在 2 月份，而 2017 年春节平均分布在 1-2 月，则本年 2 月调升的幅度就相应缩窄，因此最终全国 PMI 和往年相比，季节因素扰动的影响更大），因而我们目前并不能判断内需如数据所呈现降幅之大，需继续跟踪 3 月及之后的数据。

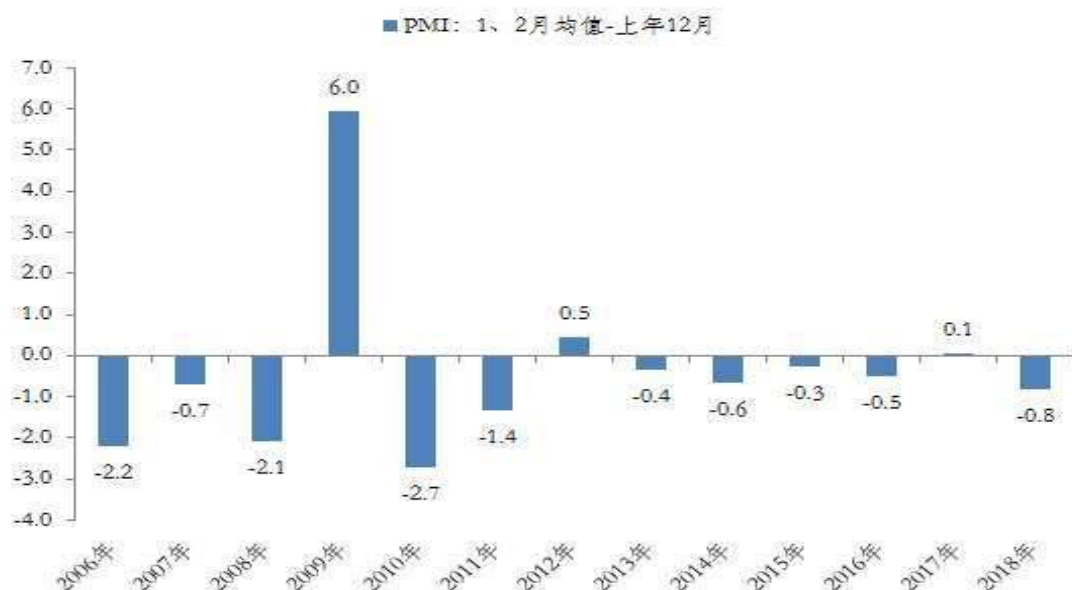
从 18 年两会政府工作报告来看，货币政策目标淡化数字，同时依然强调“管好货币供给总闸门”，中性偏紧基调持续；此外，财政赤字率目标由 3% 下调至 2.6%，控制政府部门杠杆率信号意义较强。尽管新经济的发展可以使得经济总量在一定程度上更少依赖信贷和财政，但当前传统经济仍占大部分比重，因而我们维持对经济走势稳中下行的判断。此外，美国近期在贸易问题方面立场较为坚决，我们认为一旦产生贸易摩擦，也可能对经济施加小幅的压力。

图：2 月中采制造业、非制造业 PMI 环比均下行



数据来源：Wind，招商基金

图：今年 1-2 月 PMI 整体低于历史季节性

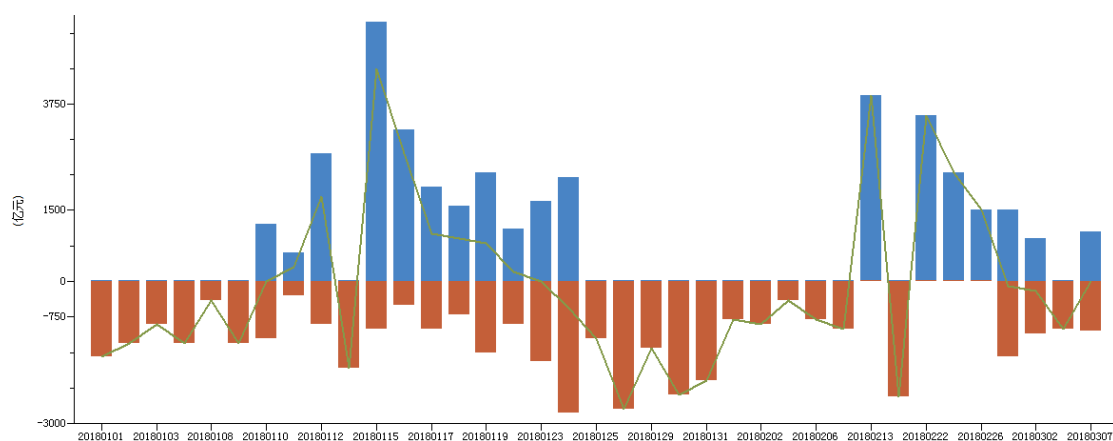


数据来源：Wind，招商基金

央行继续投放流动性 短端利率进一步下行

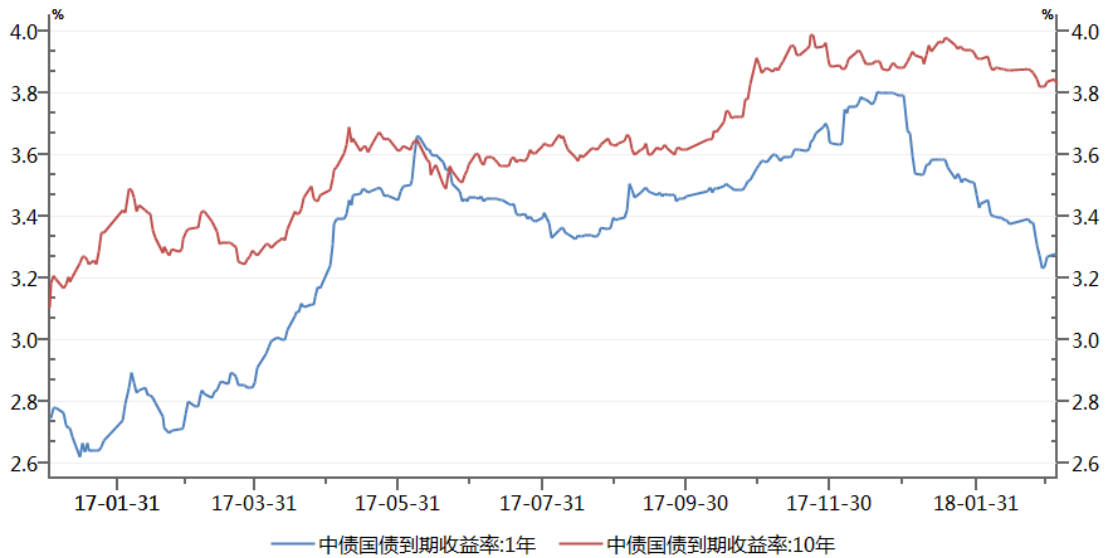
今年春节以后，央行并未大幅回笼节前释放的流动性，而是继续进行净投放操作，短端利率随之明显回落。与此同时，一行三会的监管也在不断进行，监管与货币政策的配合使得其对市场的冲击依然可控。

图：18 年 1 月以来央行公开市场操作情况



数据来源：Wind，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

2 月春节假期后，市场在前期大幅下跌后虽有一定回弹，但依然距离前期高点有一定距离。当前投资者对 A 股市场的担心点主要在于外围市场波动（主要是美股）、金融监管加剧以及实体经济下行。对于美股市场，我们认为美股的估值可能会受到利率上行的负面影响，但是同时，美股的盈利仍能带来一定支撑。金融监管方面，我们认为其推进的底线是不产生系统性风险（从货币政策的配合亦可看出），因而在肃清资本市场的同时使其产生剧烈波动影响的可能性有限。对于实体经济的观点，我们维持稳中下行的判断，并认为新经济将更加成为未来的看点。我们依然坚守结构性行情，重视盈利和估值的匹配程度、业绩的确定性以及行业的景气程度，关注低估值、集中度提升的金融、地产板块，关注受益于油价上行的化工领域，以及关注受益于供给侧逻辑的钢铁、煤炭行业。主题方面，我们持续跟踪基本面有改善、政策导向鼓励的新经济等领域，包括 5G 产业链等。

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，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：尽管有利率上行、信贷收紧的大环境会对实际需求及开发商资金来源产生一定的负面影响，房地产税等政策性预期也可能带来一定的压制，但我们仍然坚定认为政策基调是有保有压，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：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，化工行业则受益于油价温和上涨过程。选股的第一条主线：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。

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，行业未来资本开支下降，分红率提高，有助于估值修复。

煤炭：需求方面，海内外经济韧性仍强；供给方面，国内煤炭供给依然受限、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。

5G 产业链：得益于国家支持、大量的技术研发投入，中国通信业发展经历了从“落后”到“追赶”，再到“比肩”甚至“引领”的艰苦历程。到了 5G 时代，中国有望更进一步，在标准和技术方面获得更强话语权。

考虑到我国 5G 建网与商用节奏有望引领全球（至少与主要发达国家和地区保持同步），参考 3G/4G 周期的经验与教训，我们认为 5G 将为我国通信设备企业带来前所未有的历史性机遇。截至 2017 年 1 月，全球涉及 5G 的 1600 余件专利申请中，中国大陆的 5G 专利申请数量已经排名第一。

5G 主题升温，投资窗口期出现，我们可能重点关注主设备、光模块、光纤光缆、天线射频。5G 第一版标准将于 2018 年正式落地。我国政府明确要求三大运营商 2020 年要力争实现 5G 商用。而近日工信部发布的《关于第五代移动通信系统使用 3300-3600MHz 和 4800-5000MHz 频段相关事宜的通知》，进一步夯实了我国 5G 先行部署的基础。

目前，中国三大运营商均明确了 5G 外场试验（2018 年）、预商用（2019 年）、商用规划，预计 2020 年将正式实现 5G 商用。从全球运营商来看，美国、日本和韩国等也在积极

部署 5G，按照目前全球运营商进度，我们预计，5G 对通信产业链的主要业绩贡献期将在 2019-2023 年。我们认为，5G 建网一般要先后经历“规划、建设、运维和应用”四个阶段，相关公司受益顺序基本一致：按照 3G/4G 的经验来看，一般规划期和建设期比较临近，而运维阶段一般需要网络建设到一定规模后才会大规模开展，因此从资本市场投资的角度来看，我们或将优先关注的规划期和建设期的相关公司。

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、复制或有悖原意的删改。