



盈利的驱动或将结束

策略周报

本轮行情，本质是基本面复苏下的盈利所驱动，随着经济周期的下行，生产趋缓，价格下降，企业的利润将回落，盈利驱动或将结束。

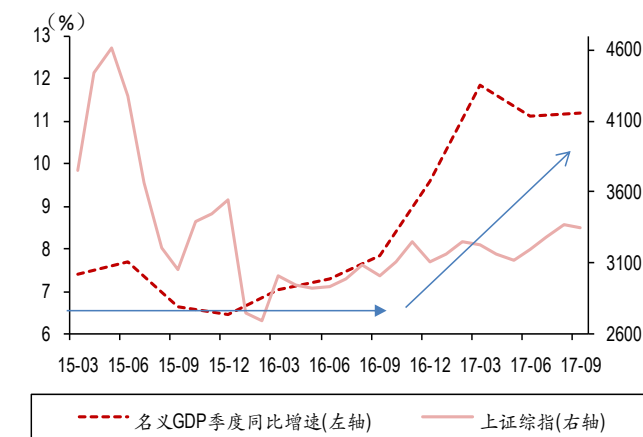
- **本期话题：**近半个月的市场出现了较大波动，市场情绪也由对经济基本面的亢奋、对三季度盈利超预期的乐观转向了政策性调控下的观望，投资者面临是否该了结浮盈收益的抉择。继11月首周全面回调后，本周惨淡的经济数据加深了市场对盈利前景的担忧，除金融板块外，全部行业大幅下挫。那么，如何理解市场近期的走势？我们认为，本轮行情的本质是盈利驱动，经济周期下行意味着盈利驱动的阶段或将结束，建议配置前期滞涨且估值合理的石油石化、以及金融等防御性板块。
- **2016年以来市场的涨幅大部分由盈利预期的改善所贡献。**对市场涨幅进行盈利和估值的拆分，2016年以来，盈利预期的提升，贡献了上证综指20%左右的市场涨幅，同期，估值提升的贡献只有6%，2017年以来上证综指的涨幅全部由盈利预期的改善所贡献，因此，本轮行情的本质是在经济复苏背景下，企业盈利大幅改善所驱动的结果。
- **库存投资和供需改善均出现边际逆转，“量价双缩”指向企业盈利弱化。**往前看，经济复苏结束，一方面库存投资转负，去库存开始，工业增加值回落，另一方面产销率数据和PMI中新订单与生产的差值均触顶回落，显示需求下降速度开始超过供给收缩速度，价格的支撑减弱，当“量”和“价”一齐下降，企业的利润空间将缩小。
- **工业增加值和PPI拟合显示，企业盈利增速在四季度或大幅下滑。**A股上市公司的利润增速与工业企业利润增速保持趋势高度一致，利用工业增加值和PPI进行拟合显示，10月工业企业利润增速将回落，短期来看，工业增加值大概率低迷，PPI随着需求回落也会下降，工业企业和A股公司盈利增速或在四季度大幅下滑。
- **消费方面，社会消费品零售滞后经济周期一至二个季度，家电、通信器材等零售额存在下滑的趋势。**对社消零售进行可比口径的季度加总后发现，10月社消回落虽有“消费迁移”、“假期集中”的短期干扰因素，也存在一定的趋势性下滑因素，一方面社消滞后经济周期一至二个季度，另一方面家电、通信器材等销售已在一轮向下的周期中。
- **市场判断：A股逐渐防范风险，配置前期滞涨且估值合理的石油石化、以及大金融等防御属性的板块。**经济周期下行，GDP名义增速下降，企业利润价格跟随回落，盈利驱动的阶段或将结束。对于A股市场，我们延续10月最后一周以及11月月报的观点，认为是收获的季节，逐渐防范风险，行业配置上，重点关注石油石化以及大金融等板块。
- **行业配置：**维持组合不变，11月调出计算机、传媒、环保，调入石油石化、医药，最终配置为：石油石化(20%)、医药(10%)，电子(10%)、餐饮旅游(10%)、通信(20%)、证券(20%)，农业(10%)。个股见正文。

本周话题：盈利驱动或将结束

进入 11 月，市场表现出现反复，继首周全面回调后，本周惨淡的经济数据加深了市场对盈利前景的担忧，除金融板块外，全部行业大幅下挫，上证综指回调 1.45%，沪深 300 从周二开始也下跌 0.18%。那么，如何理解市场近期的走势？我们认为，本轮行情的本质是盈利驱动，经济周期下行意味着盈利驱动的阶段或将结束，建议配置前期滞涨且估值合理的石油石化、以及金融等防御性板块。

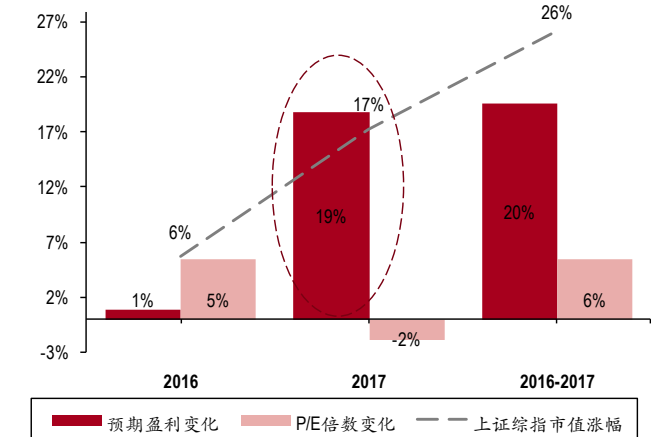
2016 年以来市场的涨幅大部分由盈利预期的改善所贡献。从 2016 年下半年开始，中国经济在经历了长期的通缩后，价格端明显改善，叠加外围环境转暖，出口得到支撑，从而开启了一段复苏过程。从 16 年四季度开始，名义 GDP 增速开始大幅上升，大部分时间保持在两位数之上，这带动了企业利润的大幅改善，与此同时，盈利预期的上升有效推升了市场的走高。对近两年上证综指的涨幅进行业绩和估值拆解的分析，我们发现，2016 年以来，市场对盈利预期的提升，能够贡献上证综指 20% 左右的市场涨幅，而估值抬升贡献的涨幅只有 6% 左右，在 2017 年，这个趋势更加明显，几乎全部上涨都能被盈利预期的上升所解释，估值抬升甚至没有起到正向作用。也就是说，本轮行情的本质是盈利改善所驱动的，而这背后的支撑是一轮经济基本面的复苏。

图表 1. 市场反弹伴随着基本面的复苏



资料来源：万得，中银证券

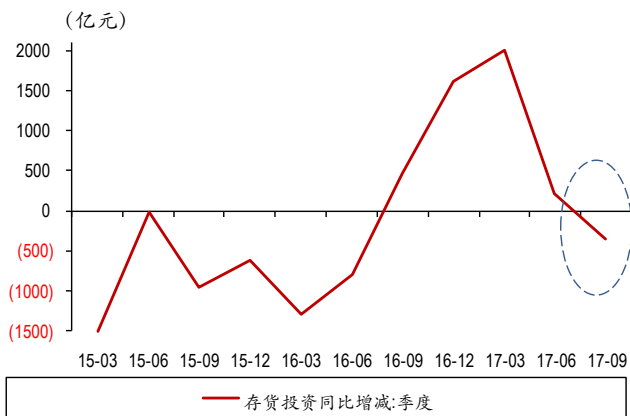
图表 2. 今年以来的行情主要是盈利所驱动



资料来源：万得，中银证券

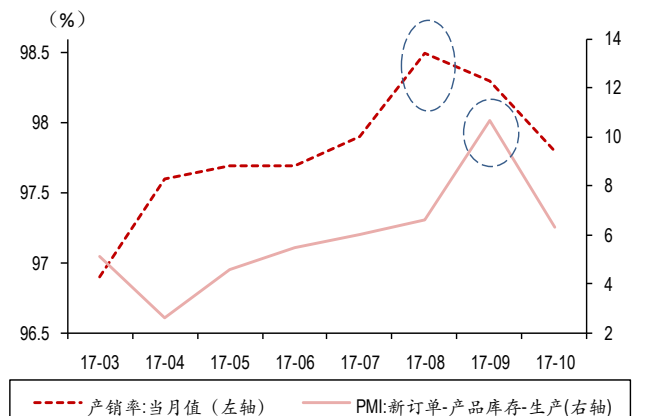
库存投资和供需改善均出现边际逆转，“量价双缩”指向企业盈利弱化。地产调控、基建收紧、制造业低迷的背景下，投资的下行趋势比较明显，出口由于全球需求的不确定性，以及中国经济体量的巨大，也难以持续依靠，工业增加值也在二季度的跳升之后连续走低，需求和供给的情况已经显示了复苏的结束，以及周期的下行趋势。除了谈论较多的上面三点之外，我们认为，有两点边际上的变化需要格外注意。本轮复苏过程中，有两个因素对企业盈利产生重要贡献，一是前期的一波主动补库存过程，直接拉升了生产数量，二是后期 PPI 维持高位，拉升了销售价格，目前，这两者都出现了边际上的重要变化。首先，在三季度开始的环保限产风波下，市场有意无意的忽略了一个重要的事实，就是去库存的过程已经开始，在短期需求不振的背景下，这一轮去库存将一直持续至明年，这是经济转向的第一个边际信号；第二，另一个支撑企业盈利的因素是价格的上升，特别是对周期性行业，在需求端收缩的情况下，供给侧改革、环保限产带来的供给收缩幅度更大，使得在供需双缩的格局下价格仍能得到支撑，但是，从 10 月的产销率数据和 PMI 指数分项看，供需改善的局面可能已经出现逆转，产销率在持续上升后开始下降，如果用 PMI 中新订单代表需求，生产和库存代表供给，二者的差值在上半年、特别是三季度上升后同样开始回落，由于需求的下行是周期性的，而供给的收缩可以看作是短期干扰，需求的下行程度一旦无法通过供给收缩弥补，价格将失去支撑，盈利的改善也将面临压力，这是经济转向的第二个边际信号。

图表 3. 库存投资或指向库存周期发生边际逆转



资料来源: 万得, 中银证券

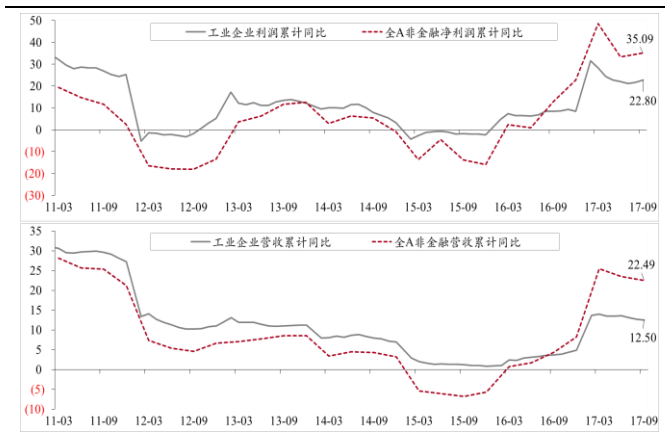
图表 4. 产销率和 PMI 指数或指向供需发生边际逆转



资料来源: 万得, 中银证券

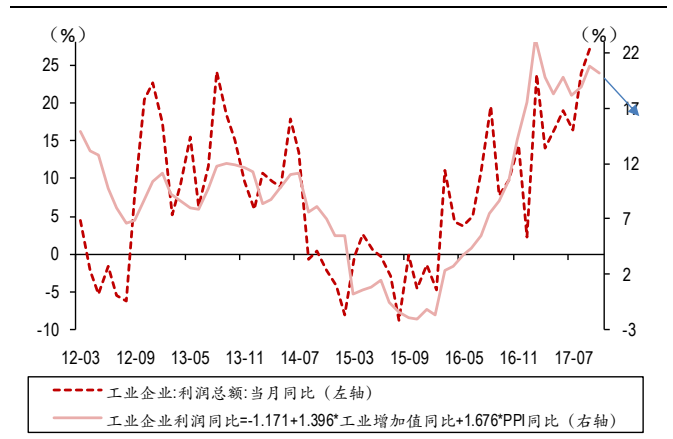
工业增加值和 PPI 拟合显示，企业盈利的增速或在四季度大幅下滑。经济基本面复苏的结束，叠加供给收缩的速度开始慢于需求下降的速度，对企业盈利和市场构成怎样的影响？首先，我们发现，剔除掉金融行业之后，A 股公司的整体的净利润与工业企业利润的走势高度一致，宏观的企业利润数据是预测 A 股公司盈利的较好指标，此外，A 股非金融公司的利润增速长期处于工业企业利润下方，但是从 16 年四季度开始上市公司的利润增速开始超越工业企业利润，这和这一段时间的行业集中度提升正好一致，同时说明了大公司在这一轮经济复苏与价格提升过程中的受益程度更大，但即使如此，二者在盈利的走势方面仍然保持高度一致。其次，工业企业利润可以由工业增加值和 PPI 进行很好的模拟，这可以理解为两者分别代表了利润的量和价两个部分。比如，在三季度，虽然工业增加值出现了明显的回落，但由于 PPI 仍然在上升，模拟值仍在走高，同期工业企业利润也在上升。那么，往前看，一方面由于经济周期的向下，去库存的进行，工业增加值大概率继续保持弱势，另一方面，由于供需格局可能正在发生逆转，需求的持续走弱使得 PPI 进入下行通道，两者叠加，工业企业利润增速一定是向下的方向。实际上，模拟值显示，10 月工业企业利润将小幅下降，因此，A 股非金融公司盈利增速在四季度或大幅下滑。随着增速的回落，这一轮盈利驱动的行市或将结束，需要逐渐防范市场潜在的风险。

图表 5. A 股非金融公司与工业企业利润走势一致 (%)



资料来源：万得，中银证券

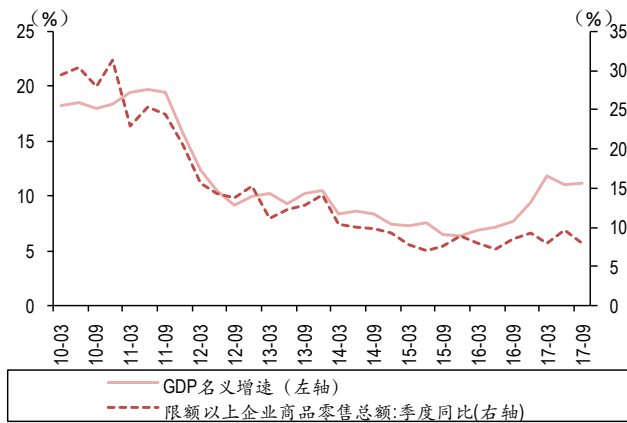
图表 6. 工业企业利润可由工业增加值与 PPI 预测



资料来源：万得，中银证券

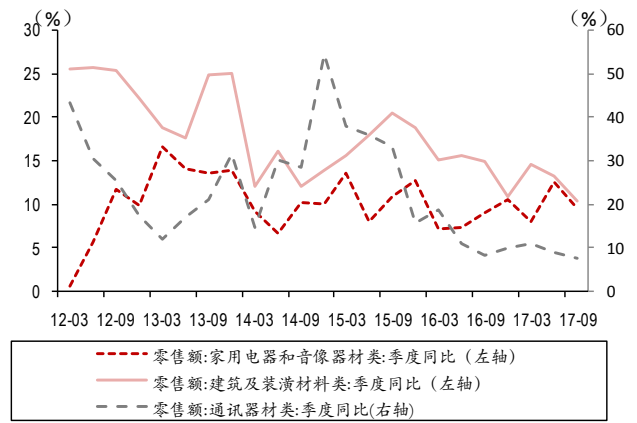
消费方面，社会消费品零售滞后经济周期一至二个季度，家电、通信器材等零售额存在下滑的趋势。相对于上述生产端的情况，10 月经济数据中引起大家更多关注和争议的是表征消费的社会消费品零售额的超预期下降，由于今年双 11 销售额再创新高，以及 10 月假期的集中，市场倾向于认为对于家电、数码、通讯等产品的消费，可能被滞后到双 11 进行，即消费迁移，因此更多的是一个短期的现象。我们认为，这种“消费迁移”是存在的，但是，除了短期干扰之外，是否也存在周期性的因素呢？由于单月的消费零售数据容易出现波动，我们计算了可比口径下的季度社消零售的同比。我们发现，首先，整体社消大概滞后名义 GDP 增速一至两个季度，在经济周期下行的大背景下，四季度至明年，社消零售的增速仍将有下行的压力；其次，建筑及装潢材料的零售基本同步地产销售周期，而家电类销售额则大概滞后建筑装潢一个季度左右，由于地产销售持续向下，四季度家电类销售额不能过于乐观，而通讯类器材销售额在 15 年开始就整体进入到一个下行的周期中。因此，10 月的社消零售下滑，除了短期的扰动之外，也存在地产周期、经济周期等趋势性因素。

图表 7. 社消零售总额滞后经济周期一至两个季度



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 家电、通讯器材销售额趋势向下



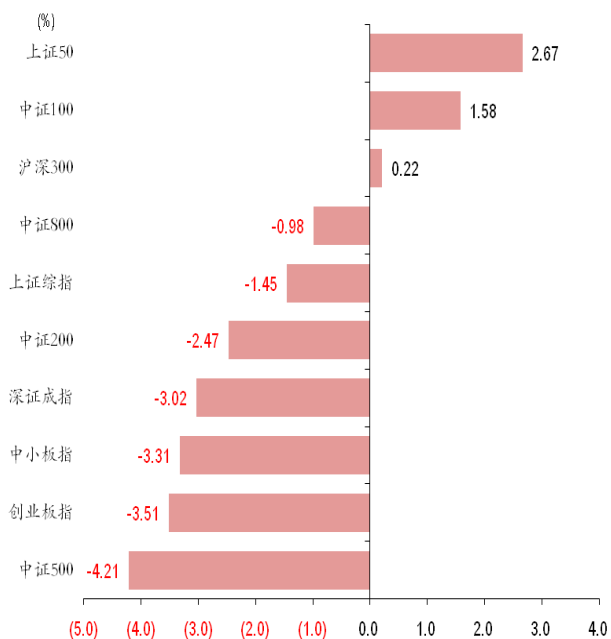
资料来源: 万得, 中银证券

市场判断方面, A 股逐渐防范风险, 配置前期滞涨且估值合理的石油石化、以及大金融等防御属性的板块。经济周期下行, GDP 名义增速下降, 企业利润价格跟随回落, 盈利驱动的阶段或将结束。对于 A 股市场, 我们延续 10 月最后一周以及 11 月月报的观点, 认为是收获的季节, 逐渐防范风险, 行业配置上, 重点关注石油石化以及大金融等板块。

上周回顾：市场回调，金融板块抢眼

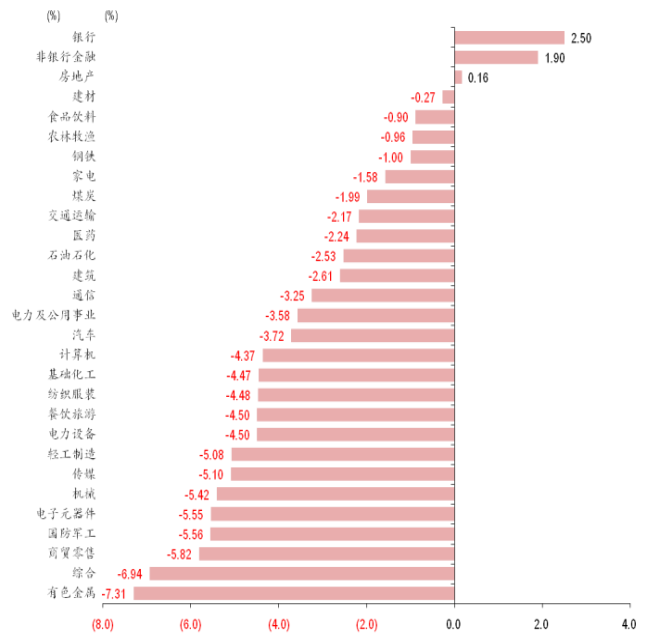
市场以及行业板块表现回顾：市场普遍回调，金融板块表现抢眼。指数方面，仅上证50 (2.67%)、中证100 (1.58%) 和沪深300 (0.22%) 上涨，其他指数均呈现不同程度的下跌，其中中证500 下跌幅度超过4%，达到-4.21%，创业板指 (-3.51%)、中小板指 (-3.31%) 次之。行业板块方面，除银行、非银行金融和房地产外的其余行业板块均下跌，银行板块涨幅最大 (2.50%)，非银行金融 (1.90%) 紧随其后，房地产板块小幅上涨 (0.16%)；下跌幅度前五的行业分别为：有色金属 (-7.31%)、综合 (-6.94%)、商贸零售 (-5.82%)、国防军工 (-5.56%) 和电子元器件 (-5.55%)。

图表 9. 上周市场表现



资料来源：万得，中银证券

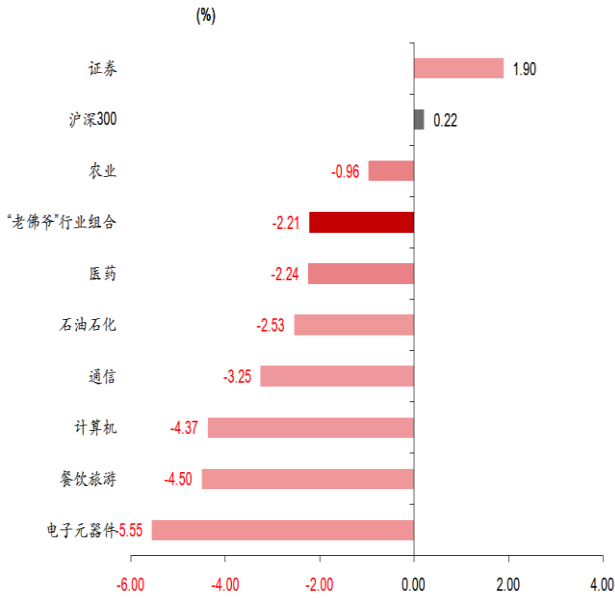
图表 10. 上周行业板块表现



资料来源：万得，中银证券

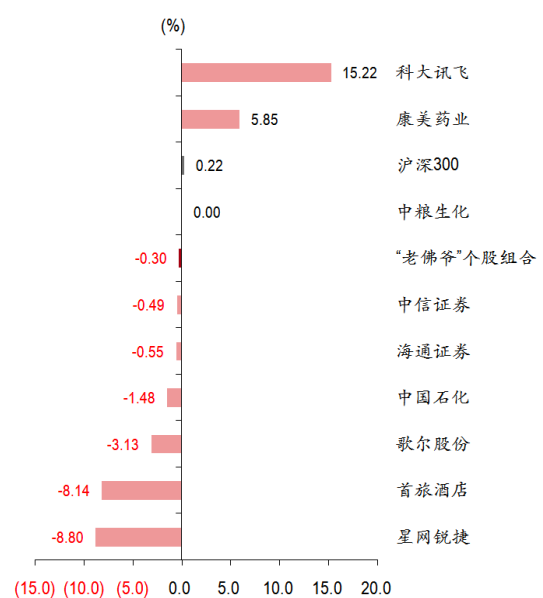
组合回顾：行业组合和个股组合均略弱于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为-2.21%，低于市场（0.22%）；“老佛爷”个股组合绝对收益-0.30%，表现低于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.32。

图表 11. 上周“老佛爷”行业组合表现



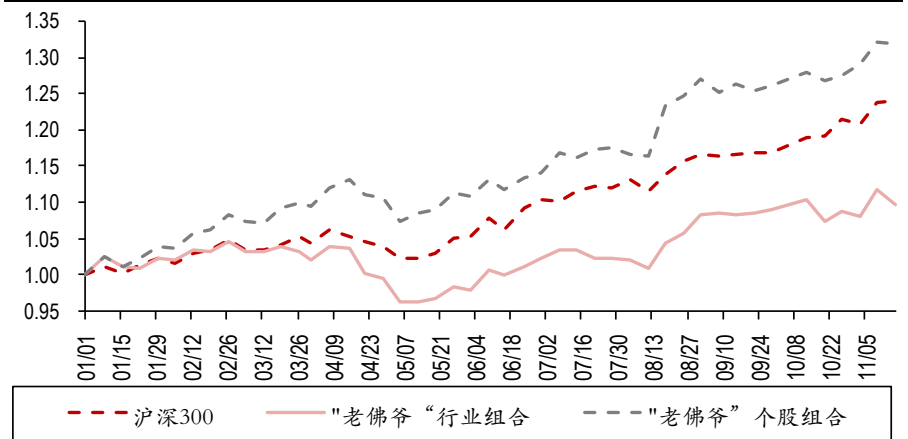
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 个股及组合配置表现（累积值）



资料来源：万得，中银证券

2017年11月中银国际行业及个股配置

图表 14. 2017年11月“老佛爷”行业组合

行业板块	权重(%)	行业观点
石油石化 (中信一级)	20	三季度原油价格回升, 提振石化行业盈利能力、油气开采业绩改善。考虑到石油减产期限可能延长以及地缘政治等因素, 预计未来几年原油价格将上涨。
医药 (中信一级)	10	医药行业整体保持稳健增速, 具有结构性投资机会。国家鼓励创新及加速审评审批的政策将加速行业洗牌, 推动具有突出业务实力的公司加快发展。
电子元器件 (中信一级)	10	电子行业从去年下半年至今明年处于上行周期, 新 iPhone 将引领新一波高端智能机的升级周期, 本轮升级包括 OLED 全面屏、双面 3D 玻璃、SPEN 等核心应用。
餐饮旅游 (中信一级)	10	旅游行业景气保持, 目前估值处于低位。长期在消费需求端升级, 供给侧改革补短板背景下, 旅游行业将持续高增长。
通信 (中信一级)	20	随着人工智能和相关技术逐渐成熟和落地, 人工智能所在的相关标的的后续增长潜力也越发凸显; 下半年二次探底二次通缩的宏观背景有利于技术创新。
证券 (中信二级)	20	目前五家大型综合性券商平均市净率为 1.54 倍, 处在估值底部区域, 具有长期投资价值。我们从中长期的角度看好直接融资比例提升和居民大类资产配置进程中券商的发展空间。
农业 (中信二级)	10	农业供给侧改革持续发酵, 农产品价格接近底部, 以及今年天气因素推动农产品价格向上预期。

资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 2017年11月“老佛爷”个股组合

代码	公司	收盘价	EPS			PE			推荐理由	行业
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		
600028.CH	中国石化	6.00	0.38	0.47	0.55	15.67	12.67	11.00	公司业绩稳定增长, 当前估值较低, PB1.04 倍, 低于行业 PB 均值 1.33 倍。	石油石化 (中信一级)
600518.CH	康美药业	23.88	0.67	0.82	1.00	35.80	28.96	23.79	国内中药全产业链和消费品龙头, 公司在医药商业医疗服务领域快速拓展。2017 年 1-3 季度收入增长 18.59%, 净利润增长 21.04%, 继续保持稳健增长。	医药 (中信一级)
002241.CH	歌尔股份	21.36	1.08	0.70	0.93	19.78	30.64	23.09	是全球 VR 设备制造龙头, VR 产品出货量今年有望翻倍增长; 作为苹果声学器件的核心供应商和行业龙头, 市场份额稳定且仍有提升空间。	电子元器件 (中信一级)
002396.CH	星网锐捷	23.21	0.59	0.78	1.00	39.17	29.84	23.26	领先的国有 ICT 综合解决方案提供商, 在白盒交换机主导的疏通网络交换设备产业升级方面具备先发优势。	通信 (中信一级)
600258.CH	首旅酒店	29.02	0.72	0.77	0.99	40.33	37.52	29.45	有限服务型酒店行业景气明显, 在经济企稳复苏的背景下, 内生、外延双趋势确立, 酒店龙头首旅将持续收益。随着首旅如家会员体系打通, 内部管理效率有望进一步提升。	餐饮旅游 (中信一级)
002230.CH	科大讯飞	67.15	0.37	0.38	0.53	181.49	177.27	126.41	国内智能语音及人工智能领跑者, 核心高管稳定, 专注于智能语音技术, 在语音识别等领域达到国际领先水平。	通信 (中信一级)
600030.CH	中信证券	18.30	0.86	0.93	1.02	21.28	19.76	17.85	行业龙头优势地位巩固, 各项排名均位居行业前列。IPO 温和提速下公司投行业务将进入业绩释放期; 估值较低。	证券 (中信二级)
600837.CH	海通证券	14.46	0.70	0.76	0.85	20.66	18.95	16.97	公司经纪、投行和资管等传统业务位居行业前茅, 近期完成大笔次级债融资。	证券 (中信二级)
000930.CH	中粮生化	13.34	0.13	0.48	0.68	101.06	28.07	19.74	玉米价格下降及国际油价回升, 公司盈利得到改善。国企改革加速, 旗下生化能源资产注入预期打开公司市值空间。	农业 (中信二级)

资料来源: 万得, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371