



盈利的驅動或將結束

策略周報

本輪行情，本質是基本面復蘇下的盈利所驅動，隨著經濟周期的下行，生產趨緩，價格下降，企業的利潤將回落，盈利驅動或將結束。

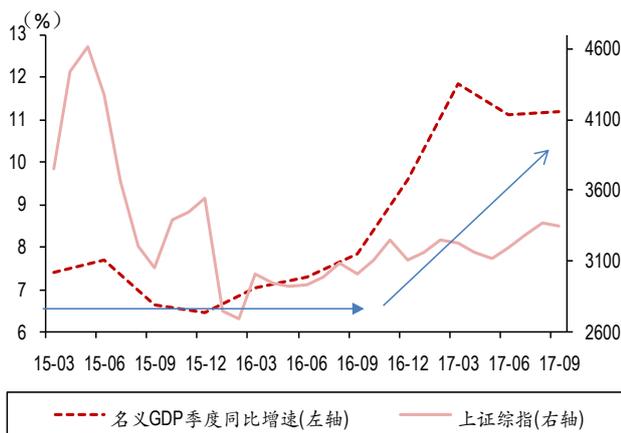
- **本期話題：**近半個月的市場出現了較大波動，市場情緒也由對經濟基本面的亢奮、對三季度盈利超預期的樂觀轉向了政策性調控下的觀望，投資者面臨是否該了結浮盈收益的抉擇。繼 11 月首周全面回調後，本周慘淡的經濟數據加深了市場對盈利前景的擔憂，除金融板塊外，全部行業大幅下挫。那麼，如何理解市場近期的走勢？我們認為，這輪行情的本質是盈利驅動，經濟周期下行意味著盈利驅動的階段或將結束，建議配置前期滯漲且估值合理的石油石化、以及金融等防禦性板塊。
- **2016 年以來市場的漲幅大部分由盈利預期的改善所貢獻。**對市場漲幅進行盈利和估值的拆分，2016 年以來，盈利預期的提升，貢獻了上證綜指 20% 左右的市場漲幅，同期，估值提升的貢獻只有 6%，2017 年以來上證綜指的漲幅全部由盈利預期的改善所貢獻，因此，本輪行情的本質是在經濟復蘇背景下，企業盈利大幅改善所驅動的結果。
- **庫存投資和供需改善均出現邊際逆轉，“量價雙縮”指向企業盈利弱化。**往前看，經濟復蘇結束，一方面庫存投資轉負，去庫存開始，工業增加值回落，另一方面產銷率數據和 PMI 中新訂單與生產的差值均觸頂回落，顯示需求下降速度開始超過供給收縮速度，價格的支撐減弱，當“量”和“價”一齊下降，企業的利潤空間將縮小。
- **工業增加值和 PPI 擬合顯示，企業盈利增速在四季度或大幅下滑。**A 股上市公司的利潤增速與工業企業利潤增速保持趨勢高度一致，利用工業增加值和 PPI 進行擬合顯示，10 月工業企業利潤增速將回落，短期來看，工業增加值大概率低迷，PPI 隨著需求回落也會下降，工業企業和 A 股公司盈利增速或在四季度大幅下滑。
- **消費方面，社會消費品零售滯後經濟周期一至二個季度，家電、通信器材等零售額存在下滑的趨勢。**對社消零售進行可比口徑的季度加總後發現，10 月社消回落雖有“消費遷移”、“假期集中”的短期干擾因素，也存在一定的趨勢性下滑因素，一方面社消滯後經濟周期一至二個季度，另一方面家電、通信器材等銷售已在一輪向下的周期中。
- **市場判斷：A 股逐漸防範風險，配置前期滯漲且估值合理的石油石化、以及大金融等防禦屬性的板塊。**經濟周期下行，GDP 名義增速下降，企業利潤價格跟隨回落，盈利驅動的階段或將結束。對於 A 股市場，我們延續 10 月最後一周以及 11 月月報的觀點，認為是收穫的季節，逐漸防範風險，行業配置上，重點關注石油石化以及大金融等板塊。
- **行業配置：**維持組合不變，11 月調出計算機、傳媒、環保，調入石油石化、醫藥，最終配置為：石油石化(20%)、醫藥(10%)，電子(10%)、餐飲旅游(10%)、通信(20%)、證券(20%)，農業(10%)。個股見正文。

本周话题：盈利驱动或将结束

進入 11 月，市場表現出現反復，繼首周全面回調後，本周慘淡的經濟數據加深了市場對盈利前景的擔憂，除金融板塊外，全部行業大幅下挫，上證綜指回調 1.45%，滬深 300 從周二開始也下跌 0.18%。那麼，如何理解市場近期的走勢？我們認為，這輪行情的本質是盈利驅動，經濟周期下行意味著盈利驅動的階段或將結束，建議配置前期滯漲且估值合理的石油石化、以及金融等防禦性板塊。

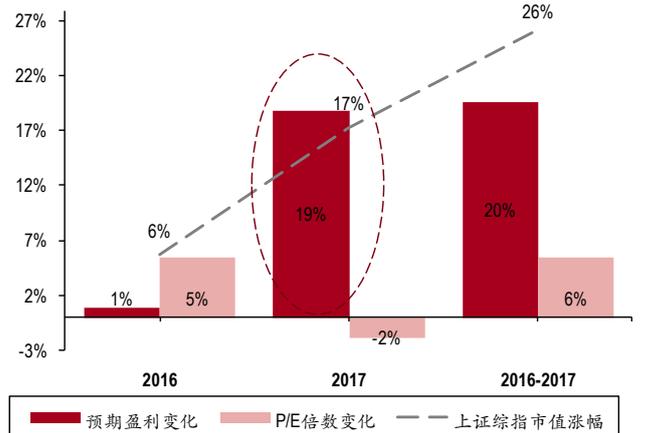
2016 年以來市場的漲幅大部分由盈利預期的改善所貢獻。從 2016 年下半年開始，中國經濟在經歷了長期的通縮後，價格端明顯改善，疊加外圍環境轉暖，出口得到支撐，從而開啓了一段復蘇過程。從 16 年四季度開始，名義 GDP 增速開始大幅上升，大部分時間保持在兩位數之上，這帶動了企業利潤的大幅改善，與此同時，盈利預期的上升有效推升了市場的走高。對近兩天上證綜指的漲幅進行業績和估值拆解的分析，我們發現，2016 年以來，市場對盈利預期的提升，能夠貢獻上證綜指 20% 左右的市場漲幅，而估值抬升貢獻的漲幅只有 6% 左右，在 2017 年，這個趨勢更加明顯，幾乎全部上漲都能被盈利預期的上升所解釋，估值抬升甚至沒有起到正向作用。也就是說，本輪行情的本質是盈利改善所驅動的，而這背後的支撐是一輪經濟基本面的復蘇。

圖表 1. 市場反彈伴隨著基本面的復蘇



資料來源：萬得，中銀證券

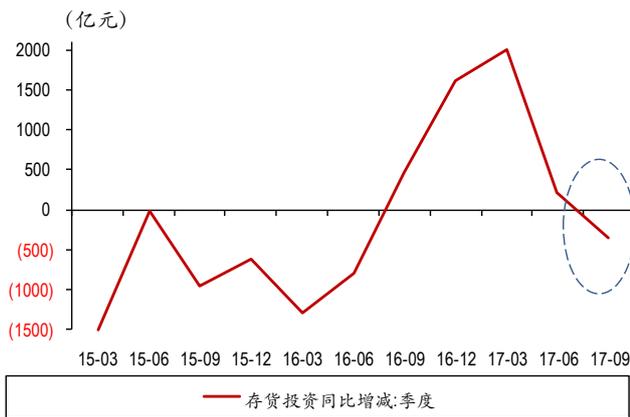
圖表 2. 今年以來的行情主要是盈利所驅動



資料來源：萬得，中銀證券

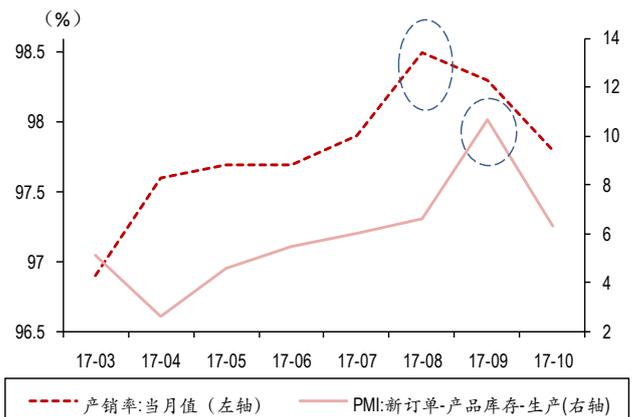
庫存投資和供需改善均出現邊際逆轉，“量價雙縮”指向企業盈利弱化。地產調控、基建收緊、製造業低迷的背景下，投資的下行趨勢比較明顯，出口由于全球需求的不確定性，以及中國經濟體量的巨大，也難以持續依靠，工業增加值也在二季度的跳升之後連續走低，需求和供給的情況已經顯示了復蘇的結束，以及周期的下行趨勢。除了談論較多的上面三點之外，我們認為，有兩點邊際上的變化需要格外注意。本輪復蘇過程中，有兩個因素對企業盈利產生重要貢獻，一是前期的一波主動補庫存過程，直接拉升了生產數量，二是後期 PPI 維持高位，拉升了銷售價格，目前，這兩者都出現了邊際上的重要變化。首先，在三季度開始的環保限產風波下，市場有意無意的忽略了一個重要的事實，就是去庫存的過程已經開始，在短期需求不振的背景下，這一輪去庫存將一直持續至明年，這是經濟轉向的第一個邊際信號；第二，另一個支撐企業盈利的因素是價格的上升，特別是對周期性行業，在需求端收縮的情況下，供給側改革、環保限產帶來的供給收縮幅度更大，使得在供需雙縮的格局下價格仍能得到支撐，但是，從 10 月的產銷率數據和 PMI 指數分項看，供需改善的局面可能已經出現逆轉，產銷率在持續上升後開始下降，如果用 PMI 中新訂單代表需求，生產和庫存代表供給，二者的差值在上半年、特別是三季度上升後同樣開始回落，由于需求的下行是周期性的，而供給的收縮可以看作是短期干擾，需求的下行程度一旦無法通過供給收縮彌補，價格將失去支撐，盈利的改善也將面臨壓力，這是經濟轉向的第二個邊際信號。

圖表 3. 庫存投資或指向庫存周期發生邊際逆轉



資料來源: 萬得, 中銀證券

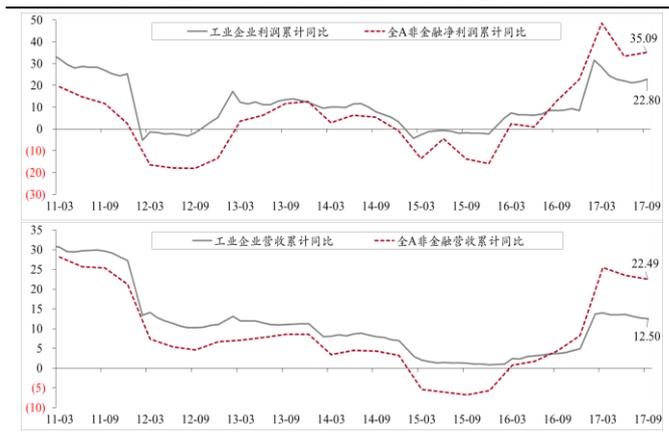
圖表 4. 產銷率和 PMI 指數或指向供需發生邊際逆轉



資料來源: 萬得, 中銀證券

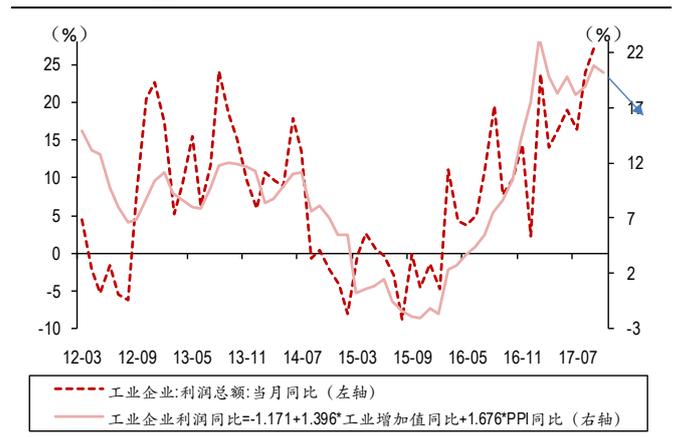
工業增加值和 PPI 擬合顯示，企業盈利的增速或在四季度大幅下滑。經濟基本面復蘇的結束，疊加供給收縮的速度開始慢于需求下降的速度，對企業盈利和市場構成怎樣的影響？首先，我們發現，剔除掉金融行業之後，A 股公司的整體的淨利潤與工業企業利潤的走勢高度一致，宏觀的企業利潤數據是預測 A 股公司盈利的較好指標，此外，A 股非金融公司的利潤增速長期處于工業企業利潤下方，但是從 16 年四季度開始上市公司的利潤增速開始超越工業企業利潤，這和這一段時間的行業集中度提升正好一致，同時說明了大公司在這一輪經濟復蘇與價格提升過程中的受益程度更大，但即使如此，二者在盈利的走勢方面仍然保持高度一致。其次，工業企業利潤可以由工業增加值和 PPI 進行很好的模擬，這可以理解為兩者分別代表了利潤的量和價兩個部分。比如，在三季度，雖然工業增加值出現了明顯的回落，但由于 PPI 仍然在上升，模擬值仍在走高，同期工業企業利潤也在上升。那麼，往前看，一方面由于經濟周期的向下，去庫存的進行，工業增加值大概率繼續保持弱勢，另一方面，由于供需格局可能正在發生逆轉，需求的持續走弱使得 PPI 進入下行通道，兩者疊加，工業企業利潤增速一定是向下的方向。實際上，模擬值顯示，10 月工業企業利潤將小幅下降，因此，A 股非金融公司盈利增速在四季度或大幅下滑。隨著增速的回落，這一輪盈利驅動的行情或將結束，需要逐漸防範市場潛在的風險。

圖表 5. A 股非金融公司與工業企業利潤走勢一致 (%)



資料來源：萬得，中銀證券

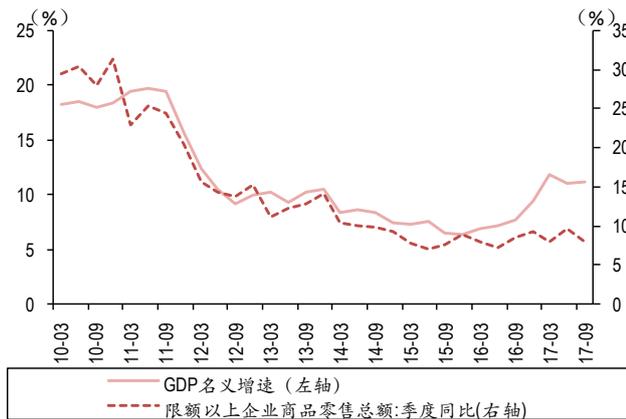
圖表 6. 工業企業利潤可由工業增加值與 PPI 預測



資料來源：萬得，中銀證券

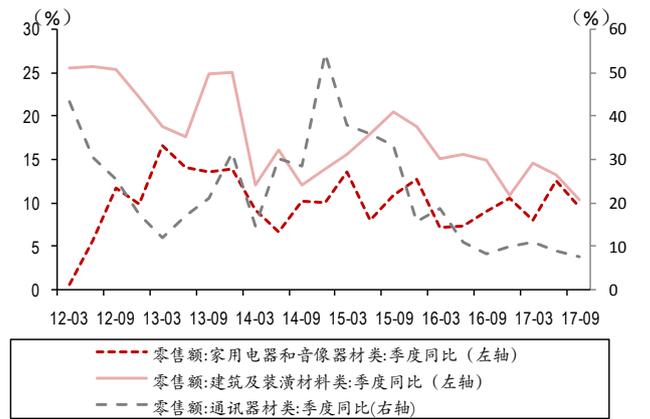
消費方面，社會消費品零售滯後經濟周期一至二個季度，家電、通信器材等零售額存在下滑的趨勢。相對於上述生產端的情況，10 月經濟數據中引起大家更多關注和爭議的是表徵消費的社會消費品零售額的超預期下降，由于今年雙 11 銷售額再創新高，以及 10 月假期的集中，市場傾向于認為對於家電、數碼、通訊等產品的消費，可能被滯後到雙 11 進行，即消費遷移，因此更多的是一個短期的現象。我們認為，這種“消費遷移”是存在的，但是，除了短期干擾之外，是否也存在周期性的因素呢？由于單月的消費零售數據容易出現波動，我們計算了可比口徑下的季度社消零售的同比。我們發現，首先，整體社消大概滯後名義 GDP 增速一至兩個季度，在經濟周期下行的大背景下，四季度至明年，社消零售的增速仍將有下行的壓力；其次，建築及裝潢材料的零售基本同步地產銷售周期，而家電類銷售額則大概滯後建築裝潢一個季度左右，由于地產銷售持續向下，四季度家電類銷售額不能過於樂觀，而通訊類器材銷售額在 15 年開始就整體進入到一個下行的周期中。因此，10 月的社消零售下滑，除了短期的擾動之外，也存在地產周期、經濟周期等趨勢性因素。

圖表 7. 社消零售總額滯後經濟周期一至兩個季度



資料來源: 萬得, 中銀證券

圖表 8. 家電、通訊器材銷售額趨勢向下



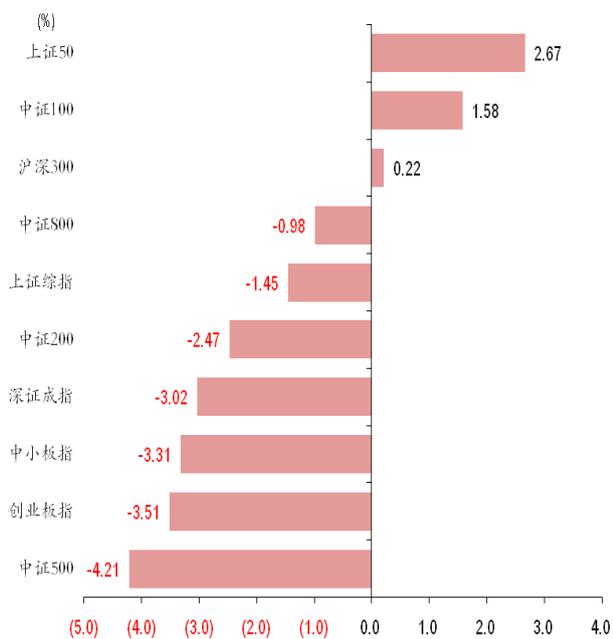
資料來源: 萬得, 中銀證券

市場判斷方面，A 股逐漸防範風險，配置前期滯漲且估值合理的石油石化、以及大金融等防禦屬性的板塊。經濟周期下行，GDP 名義增速下降，企業利潤價格跟隨回落，盈利驅動的階段或將結束。對於 A 股市場，我們延續 10 月最後一周以及 11 月月報的觀點，認為是收穫的季節，逐漸防範風險，行業配置上，重點關注石油石化以及大金融等板塊。

上周回顾：市场回调，金融板块抢眼

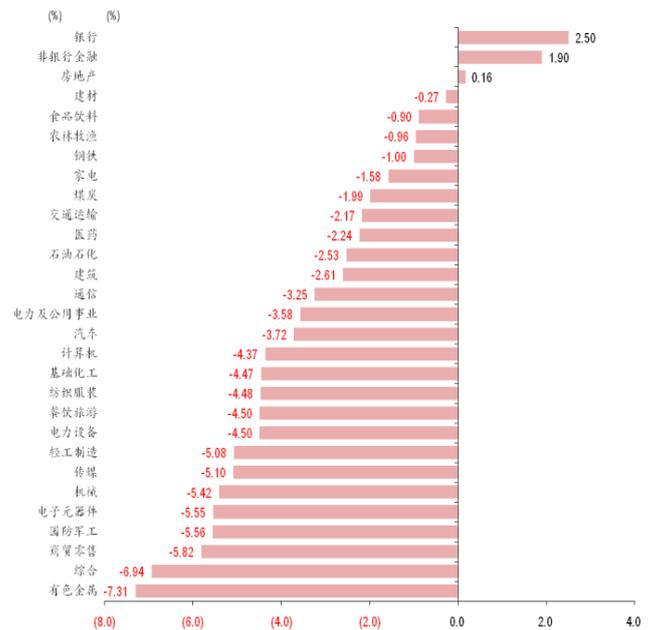
市場以及行業板塊表現回顧：市場普遍回調，金融板塊表現搶眼。指數方面，僅上證 50（2.67%）、中證 100（1.58%）和滬深 300（0.22%）上漲，其他指數均呈現不同程度的下跌，其中中證 500 下跌幅度超過 4%，達到-4.21%，創業板指（-3.51%）、中小板指（-3.31%）次之。行業板塊方面，除銀行、非銀行金融和房地產外的其餘行業板塊均下跌，銀行板塊漲幅最大（2.50%），非銀行金融（1.90%）緊隨其後，房地產板塊小幅上漲（0.16%）；下跌幅度前五的行業分別為：有色金屬（-7.31%）、綜合（-6.94%）、商貿零售（-5.82%）、國防軍工（-5.56%）和電子元器件（-5.55%）。

圖表 9. 上周市場表現



資料來源：萬得，中銀證券

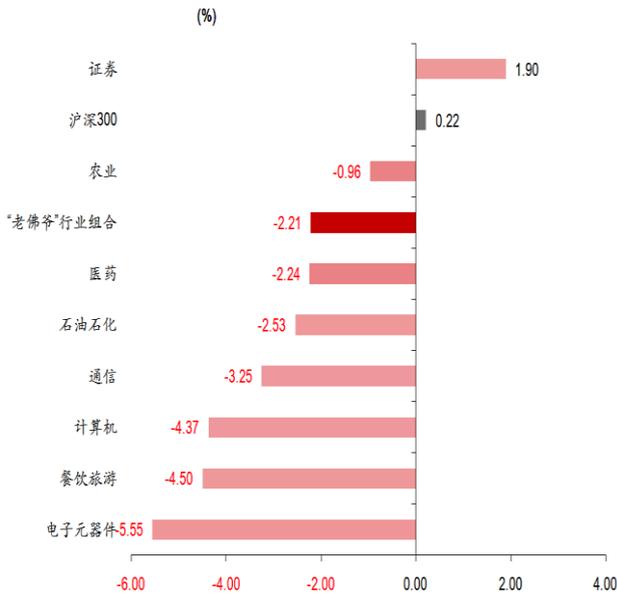
圖表 10. 上周行業板塊表現



資料來源：萬得，中銀證券

組合回顧：行業組合和個股組合均略弱於市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為-2.21%，低於市場（0.22%）；“老佛爺”個股組合絕對收益-0.30%，表現低於市場。年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為1.32。

圖表 11. 上周“老佛爺”行業組合表現



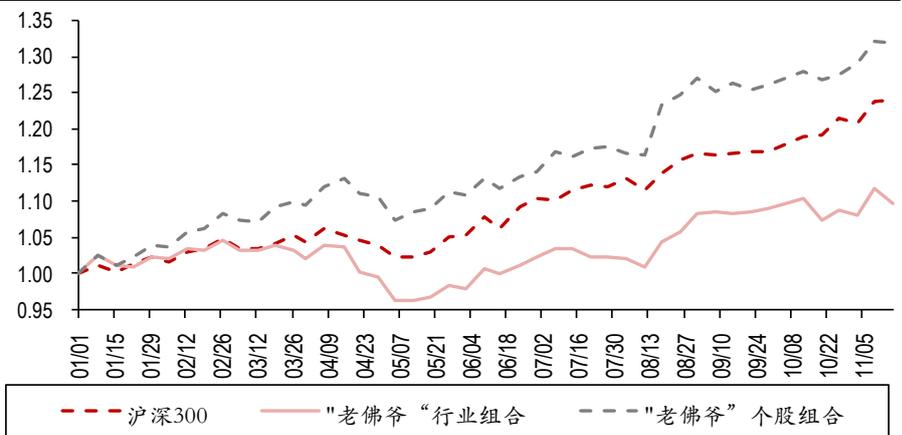
资料来源：万得，中银证券

圖表 12. 上周“老佛爺”個股組合表現



资料来源：万得，中银证券

圖表 13. 個股及組合配置表現（累積值）



资料来源：萬得，中銀證券

2017年11月中銀國際行業及个股配置

圖表 14. 2017年11月“老佛爺”行業組合

行業板塊	權重(%)	行業觀點
石油石化（中信一級）	20	三季度原油價格回升，提振石化行業盈利能力、油氣開采業績改善。考慮到石油減產期限可能延長以及地緣政治等因素，預計未來幾年原油價格將上漲。
醫藥（中信一級）	10	醫藥行業整體保持穩健增速，具有結構性投資機會。國家鼓勵創新及加速審評審批的政策將加速行業洗牌，推動具有突出業務實力的公司加快發展。
電子元器件（中信一級）	10	電子行業從去年下半年至今明年處于上行周期，新 iPhone 將引領新一波高端智能機的升級周期，本輪升級包括 OLED 全面屏、雙面 3D 玻璃、SPEN 等核心應用。
餐飲旅游（中信一級）	10	旅游行業景氣保持，目前估值處于低位。長期在消費需求端升級，供給側改革補短板背景下，旅游行業將持續高增長。
通信（中信一級）	20	隨著人工智能和相關技術逐漸成熟和落地，人工智能所在的相關標的的後續增長潛力也越發凸顯；下半年二次探底二次通縮的宏觀背景有利于技術創新。
證券（中信二級）	20	目前五家大型綜合性券商平均市淨率為 1.54 倍，處在估值底部區域，具有長期投資價值。我們從中長期的角度看直接融資比例提升和居民大類資產配置進程中券商的發展空間。
農業（中信二級）	10	農業供給側改革持續發酵，農產品價格接近底部，以及今年天氣因素推動農產品價格向上預期。

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 2017年11月“老佛爺”個股組合

代碼	公司	收盤價	EPS			PE			推薦理由	行業
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		
600028.CH	中國石化	6.00	0.38	0.47	0.55	15.67	12.67	11.00	公司業績穩定增長，當前估值較低，PB1.04 倍，低于行業 PB 均值 1.33 倍。	石油石化（中信一級）
600518.CH	康美藥業	23.88	0.67	0.82	1.00	35.80	28.96	23.79	國內中藥全產業鏈和消費品龍頭，公司在醫藥商業醫療服務領域快速拓展。2017 年 1-3 季度收入增長 18.59%，淨利潤增長 21.04%，繼續保持穩健增長。	醫藥（中信一級）
002241.CH	歌爾股份	21.36	1.08	0.70	0.93	19.78	30.64	23.09	是全球 VR 設備製造龍頭，VR 產品出貨量今年有望翻倍增長；作為蘋果聲學器件的核心供應商和行業龍頭，市場份額穩定且仍有提升空間。	電子元器件（中信一級）
002396.CH	星網銳捷	23.21	0.59	0.78	1.00	39.17	29.84	23.26	領先的國有 ICT 綜合解決方案提供商，在白盒交換機主導的疏通網絡交換設備產業升級方面具備先發優勢。	通信（中信一級）
600258.CH	首旅酒店	29.02	0.72	0.77	0.99	40.33	37.52	29.45	有限服務型酒店行業景氣明顯，在經濟企穩復蘇的背景下，內生、外延雙趨勢確立，酒店龍頭首旅將持續收益。隨著首旅如家會員體系打通，內部管理效率有望進一步提升。	餐飲旅游（中信一級）
002230.CH	科大訊飛	67.15	0.37	0.38	0.53	181.49	177.27	126.41	國內智能語音及人工智能領跑者，核心高管穩定，專注于智能語音技術，在語音識別等領域達到國際領先水平。	通信（中信一級）
600030.CH	中信證券	18.30	0.86	0.93	1.02	21.28	19.76	17.85	行業龍頭優勢地位鞏固，各項排名均位居行業前列。IPO 溫和提速下公司投行業務將進入業績釋放期；估值較低。	證券（中信二級）
600837.CH	海通證券	14.46	0.70	0.76	0.85	20.66	18.95	16.97	公司經紀、投行和資管等傳統業務位居行業前茅，近期完成大筆次級債融資。	證券（中信二級）
000930.CH	中糧生化	13.34	0.13	0.48	0.68	101.06	28.07	19.74	玉米價格下降及國際油價回升，公司盈利得到改善。國企改革加速，旗下生化能源資產注入預期打開公司市值空間。	農業（中信二級）

資料來源：萬得，中銀證券

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券有限責任公司同時聲明，未授權任何公眾媒體或機構轉載或轉發本研究報告。如有投資者于公眾媒體看到或從其它機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券有限責任公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 12 個月內上漲 20%以上；
- 謹慎買入：預計該公司股價在未來 12 個月內上漲 10%-20%；
- 持有：預計該公司股價在未來 12 個月內在上下 10%區間內波動；
- 賣出：預計該公司股價在未來 12 個月內下降 10%以上；
- 未有評級（NR）。

行業投資評級：

- 增持：預計該行業指數在未來 12 個月內表現強于有關基準指數；
- 中立：預計該行業指數在未來 12 個月內表現基本與有關基準指數持平；
- 減持：預計該行業指數在未來 12 個月內表現弱于有關基準指數。

有關基準指數包括：恒生指數、恒生中國企業指數、以及滬深 300 指數等。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券有限責任公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券有限責任公司的機構客戶；2) 中銀國際證券有限責任公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券有限責任公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券有限責任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券有限責任公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券有限責任公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券有限責任公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券有限責任公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券有限責任公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券有限責任公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券有限責任公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券有限責任公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

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

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371