



德 · 助 天 下

价值为本 成长为翼

2018年度策略报告

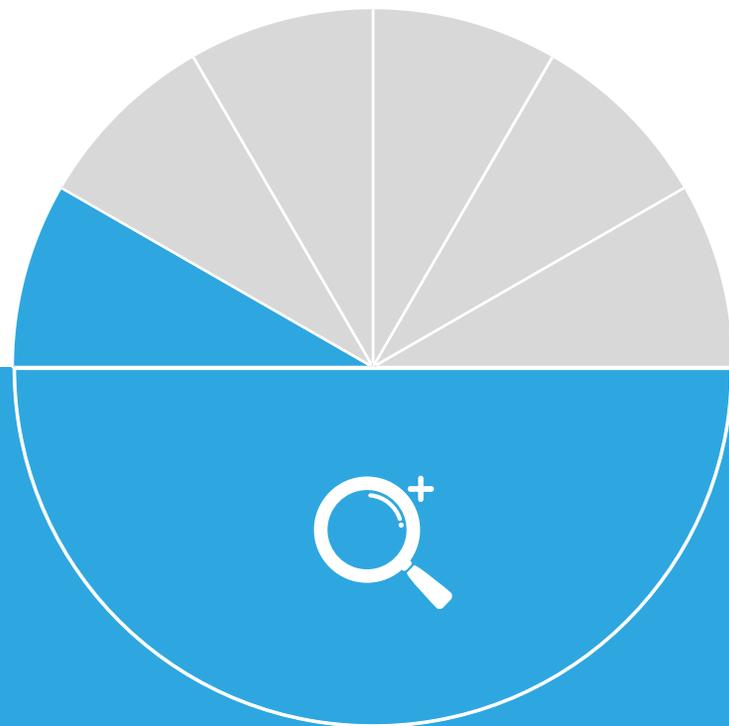


目录页
Contents Page

一、2017年投资市场回顾

二、2018年宏观关键词

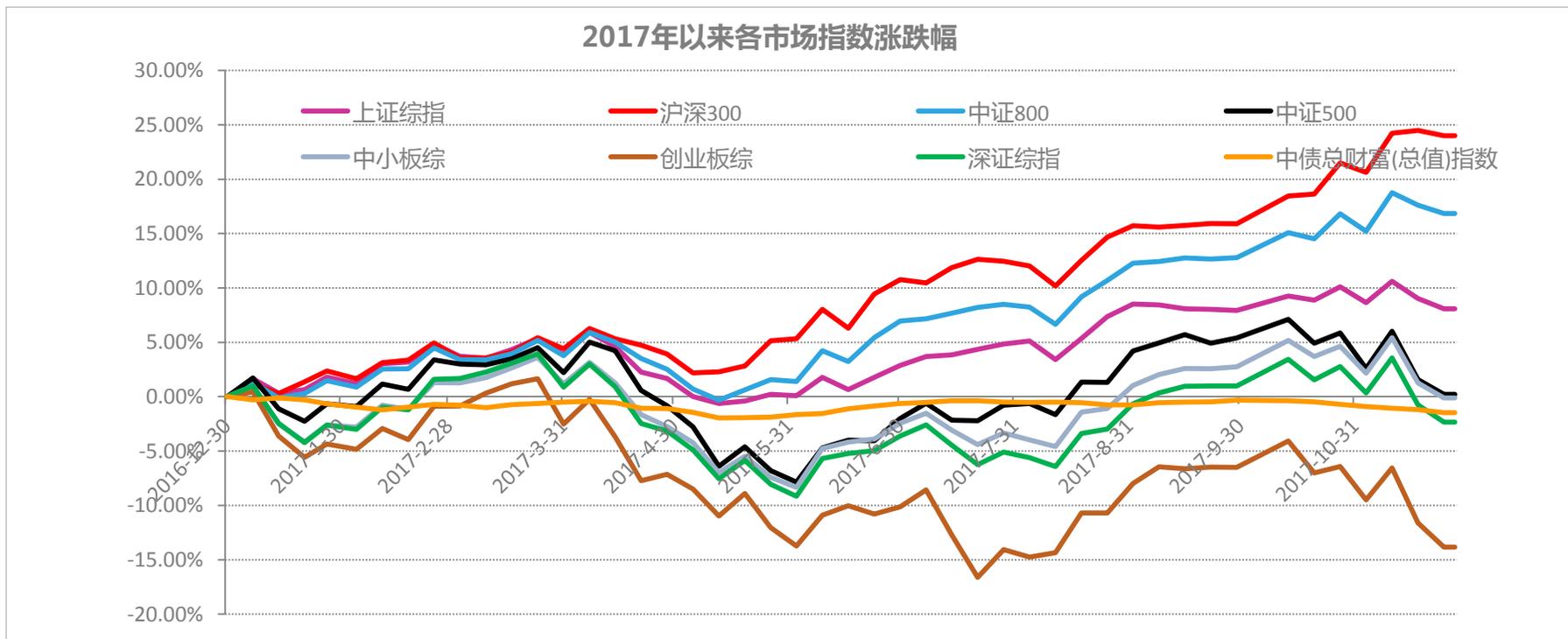
三、2018年投资机会分析



一、2017年投资市场回顾

· 截至11月24日，年初以来各市场指数涨跌幅

上证综指：8.08% 沪深300：23.99% 中证800：16.85% 中证500：0.22% 中小板综：-0.10%
 创业板综：-13.84% 深证综指：-2.35% 中债总财富（总值）指数：-1.47%



数据来源：Wind资讯，统计时间：截至2017/11/24

• 股市大蓝筹行情

以上证综合指数和深圳综合指数涨跌幅看，市场全年演绎震荡市。但是以沪深300指数看，上涨24%，无疑又是小牛市，以创业板综指下跌15%来看，又是小熊市。可见这一年是大盘股与小盘股剧烈分化的一年，大蓝筹走牛市，而小盘股走熊市。

大蓝筹上涨，却不能明确分辨出板块热点，看不出那些行业特别突出，分不出显著的周期性和防御性特征。多数行业是行业龙头上涨，而其他中小市值股票跟风，甚至小市值票有些出现下跌。这在银行这一板块尤其突出，国有大行大幅上涨，但股份行普遍涨幅不大，甚至有的大幅下跌。

年中有过周期启动的争论，又有周期品价格的持续上涨，周期行情预期一度高涨。但是建筑类股首先拐头，而后钢铁煤炭等强周期，业绩改善最明显的股票纷纷拐头，周期行情最终无果而终。

周期股行情没有启动成功，弱周期的金融股、家电股大涨，逆周期的白酒、医药大涨，并且几乎清一色集中在低估值股票之中，大蓝筹的这番上涨更有纯粹的价值挖掘特征，而不是周期因素所致。

低估值大蓝筹的上涨同时，高估值的小市值股票被抛售，一边涨得越猛，另一边则跌得越狠，资金舍弃弱势股追涨强势股。再看有据可查的机构规模变化不增反减，存量资金、机构抱团又成了这一年显著特征。

- 右表：指数估值变化
- 左下表：估值上升最快的10个二级子行业
- 右下表：估值下降最快的10个二级子行业

	2016年末 PE	2017年末 PE	2016年末 PB	2017年末 PB
上证综指	15.753	15.696	1.5874	1.6934
沪深300	12.9085	14.3925	1.4638	1.6814
中证800	15.3415	15.8966	1.6353	1.799
中证500	46.7182	28.8083	2.807	2.5693
创业板综	61.6086	49.322	5.311	4.2009
深证综指	44.8802	33.1724	3.4745	3.126

	PE(TTM)	2016/12/30	2017/11/24	变化
10	采掘服务	46	64	39%
9	航空运输	15	21	42%
8	农业综合	85	129	51%
7	保险II	13	21	62%
6	餐饮II	62	106	71%
5	通信运营	113	197	74%
4	畜禽养殖	16	31	91%
3	计算机设	33	71	120%
2	林业II	121	783	544%
1	休闲服务	1	64	6332%

	PE(TTM)	2016/12/30	2017/11/24	变化
1	其他交运设备	1033.8	65.72	-93%
2	煤炭开采II	71.05	14.26	-79%
3	钢铁II	76.79	16.28	-78%
4	船舶制造II	259.44	85.91	-66%
5	金属制品II	162.19	55.55	-65%
6	化学原料	61.35	22.28	-63%
7	造纸II	48.69	17.82	-63%
8	农产品加工	97.88	36.64	-62%
9	石油开采II	235.34	89.03	-62%
10	园林工程II	76.64	32.8	-57%

数据来源：Wind资讯，统计时间：2016—2017年

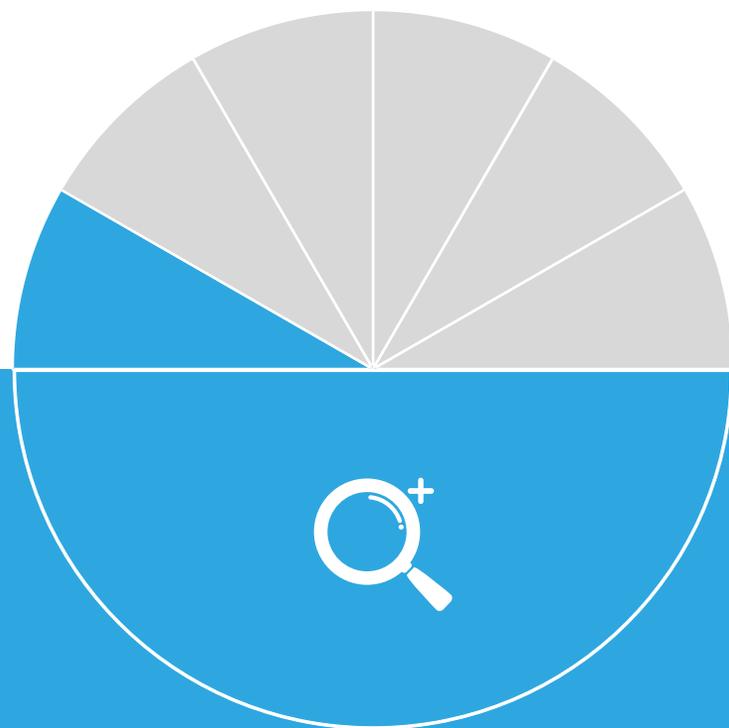
• 涨幅居前15的二级子行业

排序	板块名称	指数涨幅
1	保险Ⅱ(申万)	93%
2	饮料制造(申万)	55%
3	白色家电(申万)	55%
4	机场Ⅱ(申万)	50%
5	稀有金属(申万)	38%
6	电子制造Ⅱ(申万)	26%
7	光学光电子(申万)	25%
8	食品加工(申万)	24%
9	钢铁Ⅱ(申万)	23%
10	水泥制造Ⅱ(申万)	22%
11	金属非金属新材	21%
12	铁路运输Ⅱ(申万)	19%
13	半导体(申万)	18%
14	航空运输Ⅱ(申万)	18%
15	银行Ⅱ(申万)	18%

• 跌幅居前15的二级子行业

排序	板块名称	指数涨幅
1	农业综合Ⅱ	-35%
2	餐饮Ⅱ(申万)	-29%
3	公交Ⅱ(申万)	-28%
4	商业物业经营	-28%
5	橡胶(申万)	-26%
6	采掘服务Ⅱ	-26%
7	其他交运设备	-25%
8	文化传媒	-24%
9	仪器仪表Ⅱ	-24%
10	服装家纺	-23%
11	林业Ⅱ(申万)	-23%
12	纺织制造	-22%
13	航空装备Ⅱ	-21%
14	燃气Ⅱ(申万)	-21%
15	包装印刷Ⅱ	-21%

数据来源：Wind资讯，统计时间：2016—2017年



二、2018年宏观关键词

- **2018年会不会是2009年启动的朱格拉周期的最低点？**

这种可能性是存在的，从周期规律和经济指标两个维度来看，2018年都存在二次探底成为周期低点的概率。

不过，这并不是悲观，因为若一语成谶，也就意味着2019年真正迎来新朱格拉周期起点，对于资本市场无疑是真正的长期基本面改善，周期力量将带来资本市场深刻变化。

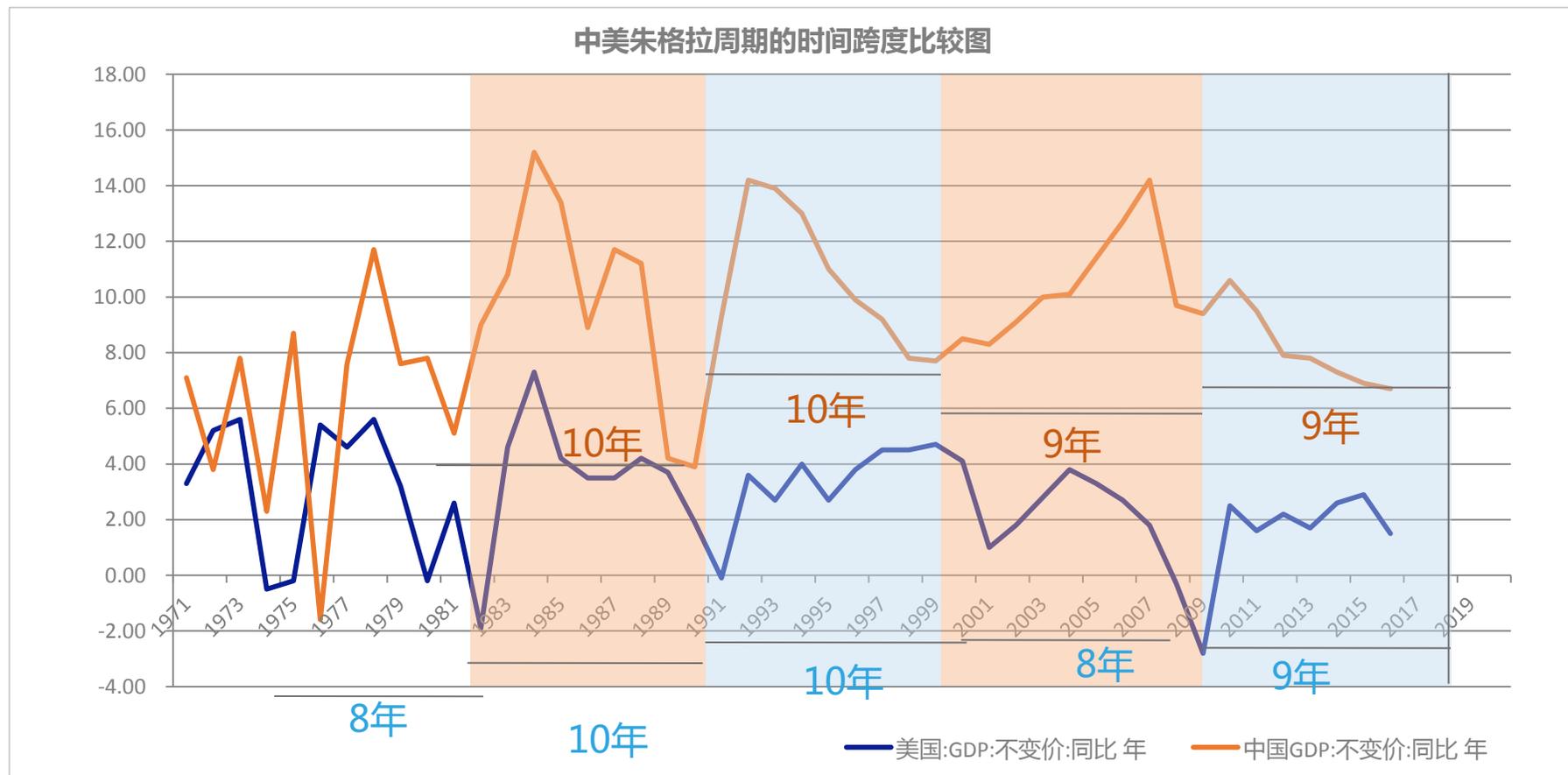
- **有人认为2016年6.7%是这轮朱格拉周期最低点，观点可能缺乏依据：**

- 1) 周期跨度太短

自1980年后，我国经济与美国经济同步，有明显的10年左右一个朱格拉周期起伏特征。但是我国经济一般提早一两年见底。

我国最近一个年度增速的低点在2009年，据此推算这个中周期结束于2018年（9年）到2019年（10年）。到2016年才7年，跨度太短是硬伤。周期本身是研究时间轴上的工具，遵循的正是事物的时间运行规律。出现显著的违反常规的时间缩短，让这样的周期结论显得存在明显缺陷。

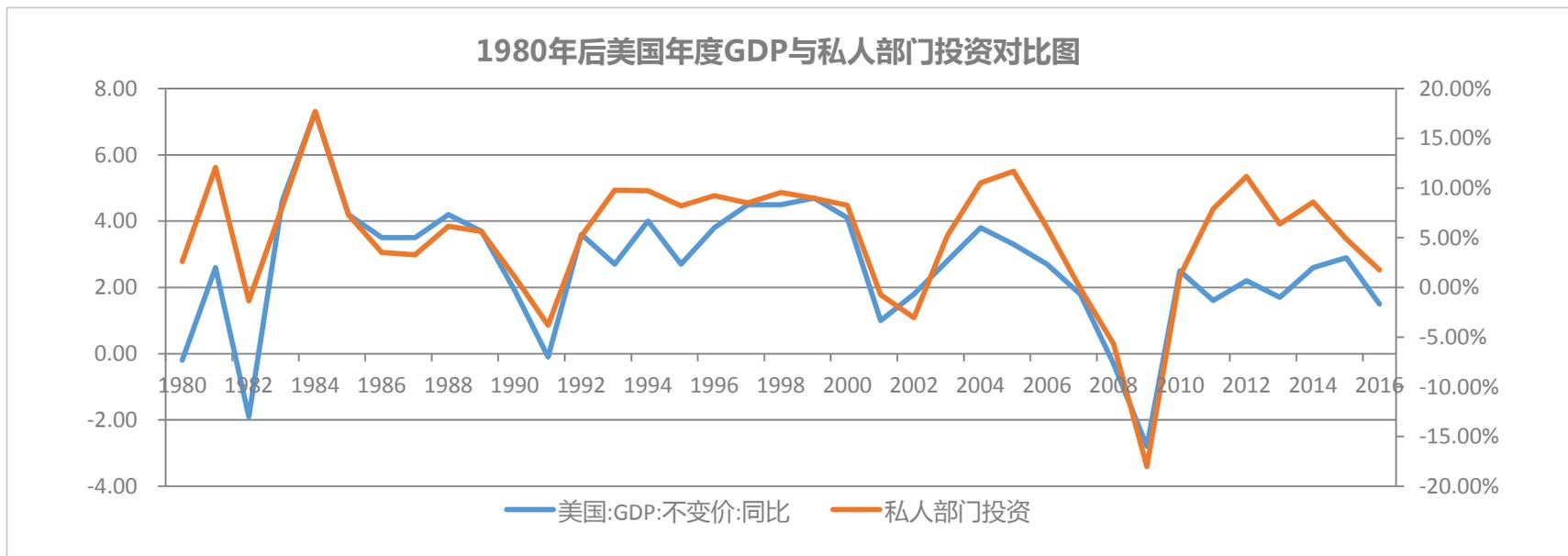
这点从美国跨度近一个世纪的周期规律看的更加清晰：美国经济在上世纪初以后一直有中周期波动规律，即便是战争期间和创新时期。



数据来源：Wind资讯，统计时间：1971—2017年

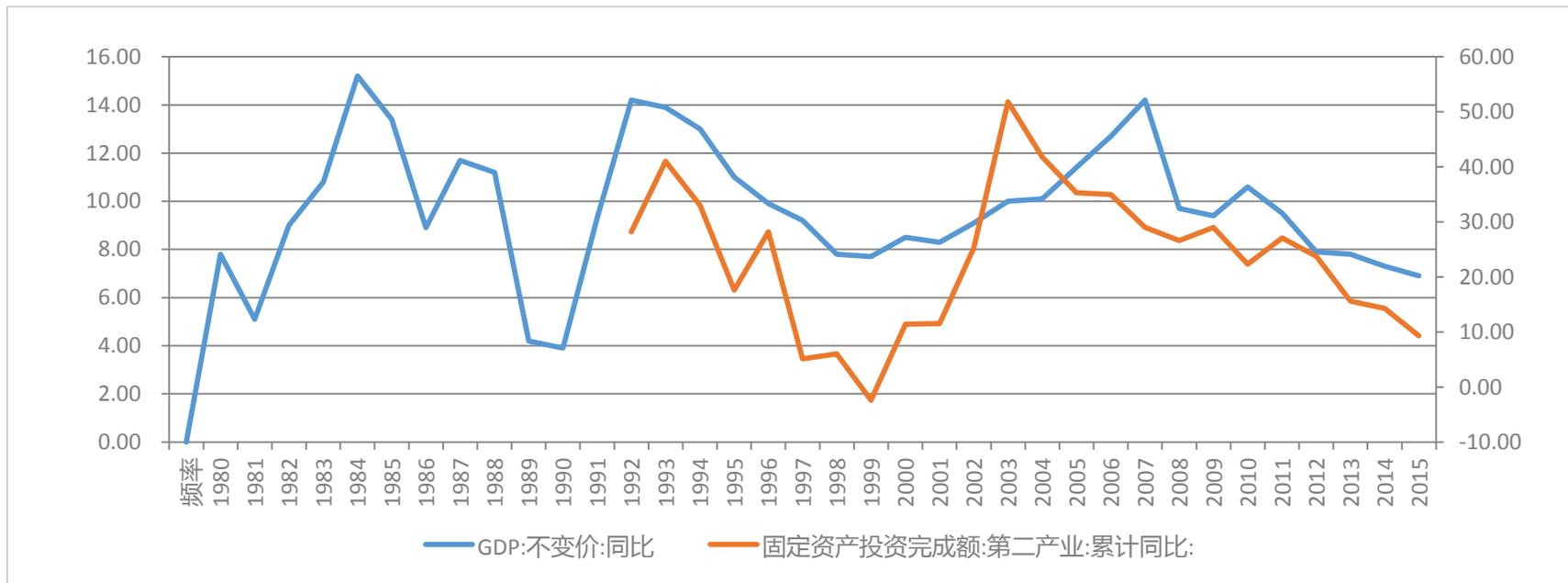
2) 朱格拉中周期是投资周期，需要获得设备投资启动佐证，目前显著不够。

下图为1980年后美国年度GDP与私人部门投资对比图，可见，经济中周期起伏与私人部门投资完全同步。中周期的经济景气起伏与设备投资起伏完全一致，近年来美国私人部门投资已经在走下坡路，经济周期也在走后半段，增速下行寻找新起点势在必行。



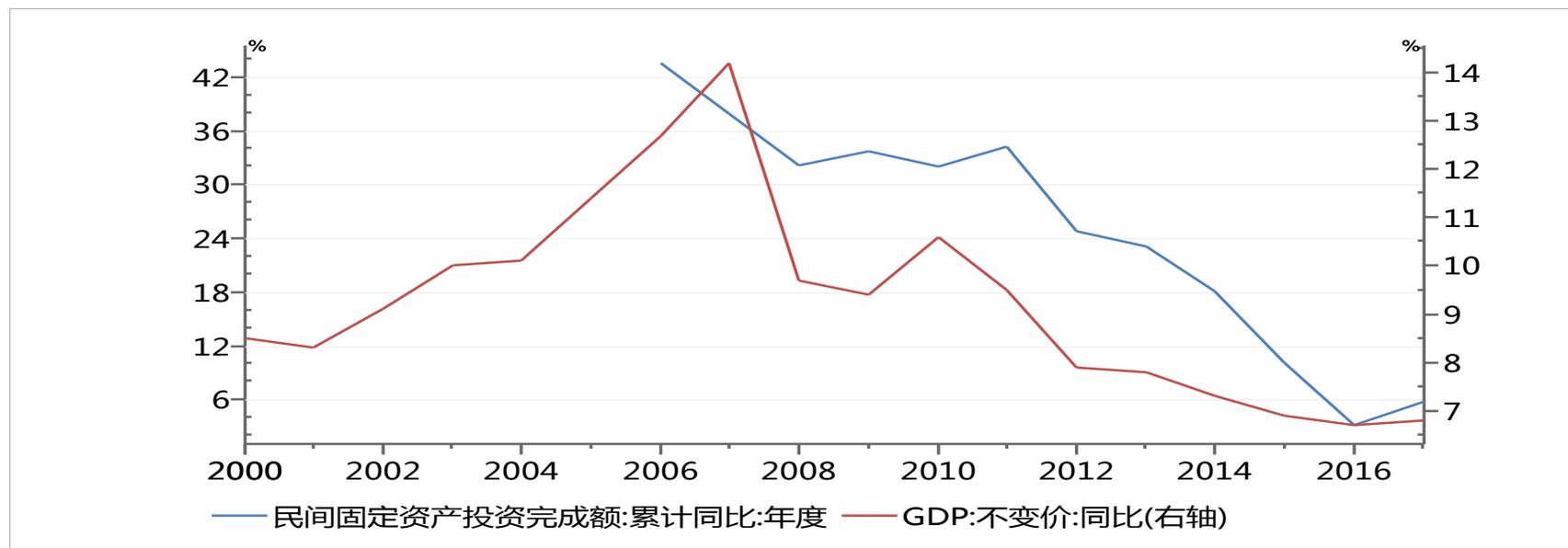
数据来源：Wind资讯，统计时间：1980—2017年

- 我国比较能代表私人部门设备投资的数据是第二产业投资增速。如图显示，1992年周期下行和2000年周期启动上行，都与第二产业投资增速完全同步。但是2003年后经济增速继续上行，而第二产业投资增速持续下行，出现了背离，主要是由于以房地产为代表的第三产业在投资中占比显著提升；2009年工业投资小幅回升和此后的持续回落，与经济再度同步。可见设备投资在中周期中的地位仍不可动摇。



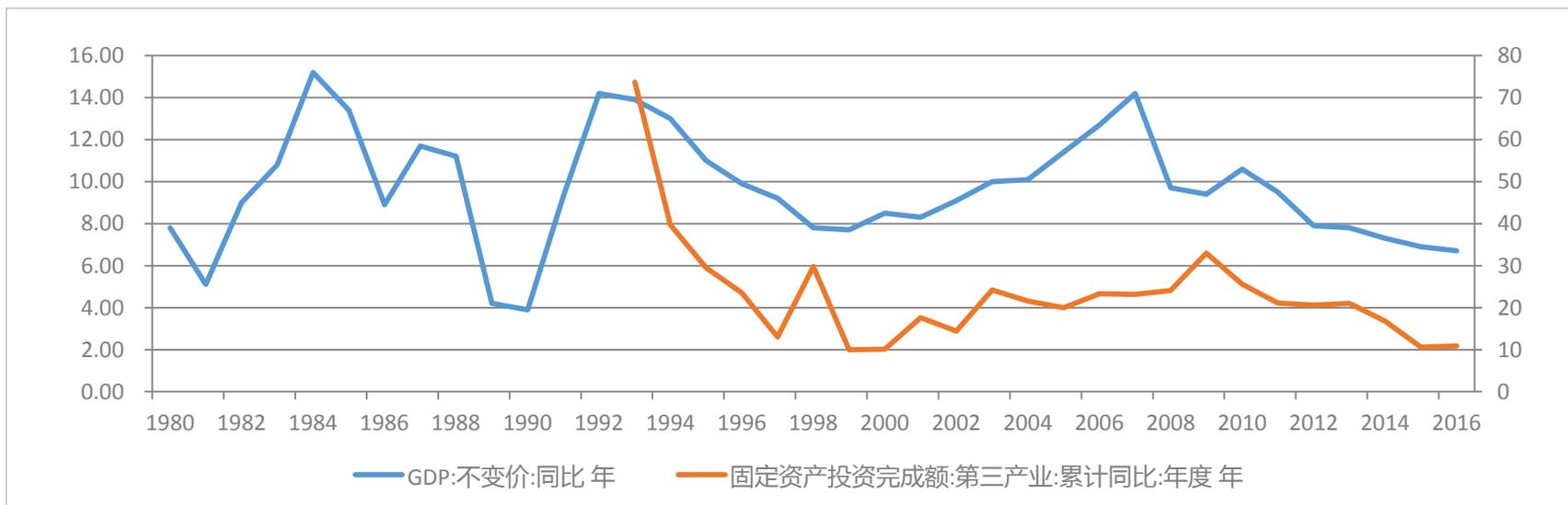
数据来源：Wind资讯，统计时间：1980—2017年

- 我国代表私人部门投资的数据一般用民间投资额，虽然民间投资额包括了一二三产业投资，甚至包括了房地产投资，而不包括国有企业的工业投资等制造业投资。实际上用民间投资代表私人部门投资并不完全覆盖西方的私人部门投资。
- 民间投资增速自2006年回落以来，已经从顶峰的42%回到个位数，2016年仅增长2.71%，今年也仅回升了6%左右，仍处于很弱的水平。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2000—2017年

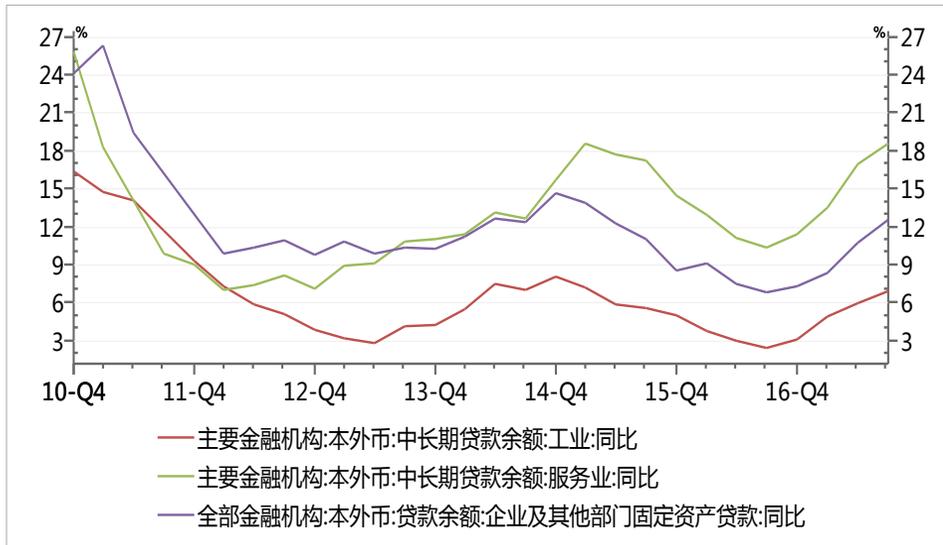
- 下图可见，2006年以后我国的超级繁荣和2009年的经济回升的确是第三产业固定资产投资拉动所致，第三产业投资与中周期的关系，在繁荣期显然是如虎添翼，在萧条期是逆周期支撑，所以跟朱格拉周期起伏的同步关系显著不如第二产业。
- 近年来市场更关注第三产业的逆周期调控，寄希望启动新周期，像2009年一样，忽略设备投资在启动朱格拉周期中的决定性作用。这与当前的宏观背景、政策取向都是不吻合的，未来只有回归经济自身规律，依托设备投资启动新周期。



数据来源：Wind资讯，统计时间：1980—2017年

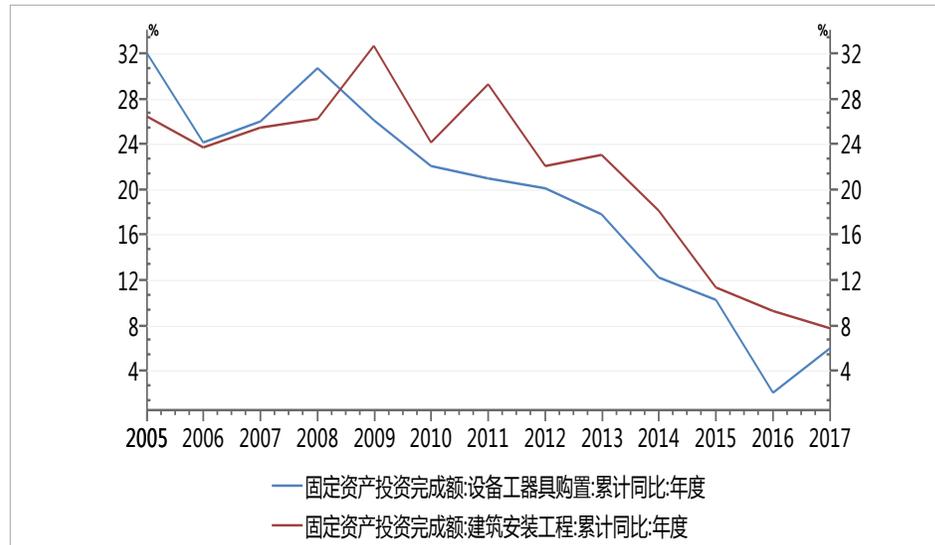
- 2009年4万亿投资是全球金融危机应急之举，经济出现断崖下跌风险和高失业风险的特殊情况下，政府推出4万亿投资并且很快失控为几十万亿投资，这种情况二十年前的90年代初出现过，之后用了几乎两个周期消化。
- 2009年以后，政府债务、企业债务、社会总债务都大幅攀升，再度依赖大规模刺激投资的条件也已经不具备。到2016年底，我国非金融部门总债务191万亿RMB，是2008年底的4.24倍，非金融部门总负债/GDP增长到257%，而2008年底这个数字是141.3%。中国实体经济的杠杆率已经接近于发达经济体，而显著高于金砖国家和其他发展中国家。
- 杠杆率分部门来看，非金融部门债务中政府占18%，政府杠杆率低于发达国家，但是2010年以来从40万亿增长到70万亿（计入社保缺口），五六年增长70%；虽然政府总资产超过125亿，净资产60万亿左右，政府有一定的腾挪空间；但是政府和国有企业已经在去杠杆的过程之中，为未来可能出现的非常时期逆调控做准备。
- 居民部门到今年底总负债将突破40万亿，预计占GDP比重53%，其中消费贷接近30万亿；而在2007年底仅20%不到；美国从20%提高到50%用了40年时间，我国仅用了10年不到。近年来每年上升6-7万亿，居民疯狂加杠杆迎来房地产繁荣，预计去年房地产贡献了35%的经济增长。但实际上也是在严重消耗服务业增长潜力。

- 十九大报告提出：建设现代经济体系，必须把发展经济的着力点放在实体经济上；加快建设制造强国；加快发展先进制造业；培育若干世界级先进制造业集群。实业兴邦的国策进一步强化。
- 企业部门负债率也不低，但是企业部门降杠杆采取提质增效的积极措施，远比做减法的消极措施有效果。经过一年多去杠杆后，最新的工业企业杠杆率还在55.7%，比去年三季度下降了0.6%（国家统计局数据）。部分人将杠杆下降的主要动力，归因于今年以来的工业品涨价带来的企业效益提升，以及多方面降成本带来的收益。而实际上的贷款余额增速自去年7月以来一直维持在13%左右，企业部门月均贷款增加额增加到1.2万亿左右：2015年月均1.15万亿，2016年月均9860万亿，2017年以来月均1.21万亿。数据显示信贷对于企业部门的支持并没有因为去杠杆而下降。
- 自去年9月以来工业部门中长期贷款增速小幅回升，从2.4%回升到今年3季度末的6.9%，增速还没有到达14年底8%的水平，复苏还是非常缓慢；同期设备工具购置仅增长6%，远低于14年底的高点12%，可见虽然工业部门设备投资低位回升，但势头还很弱。
- 而同时服务业投资增速明显快很多，服务业中长期贷款增速高达18.6%，已经赶超2015年初的高位。企业部门固定资产投资贷款也达到12.5%，接近14年底水平；这些贷款增长包括房地产、基建等服务行业，说明了贷款流向。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2010—2017年

工业中长期贷款增速低于服务业中长期贷款近2/3，也低于所以企业部门固定资产贷款1/2，说明贷款仍主要流向了房地产、基建为主体的服务业，撬动经济回升的仍是传统力量；



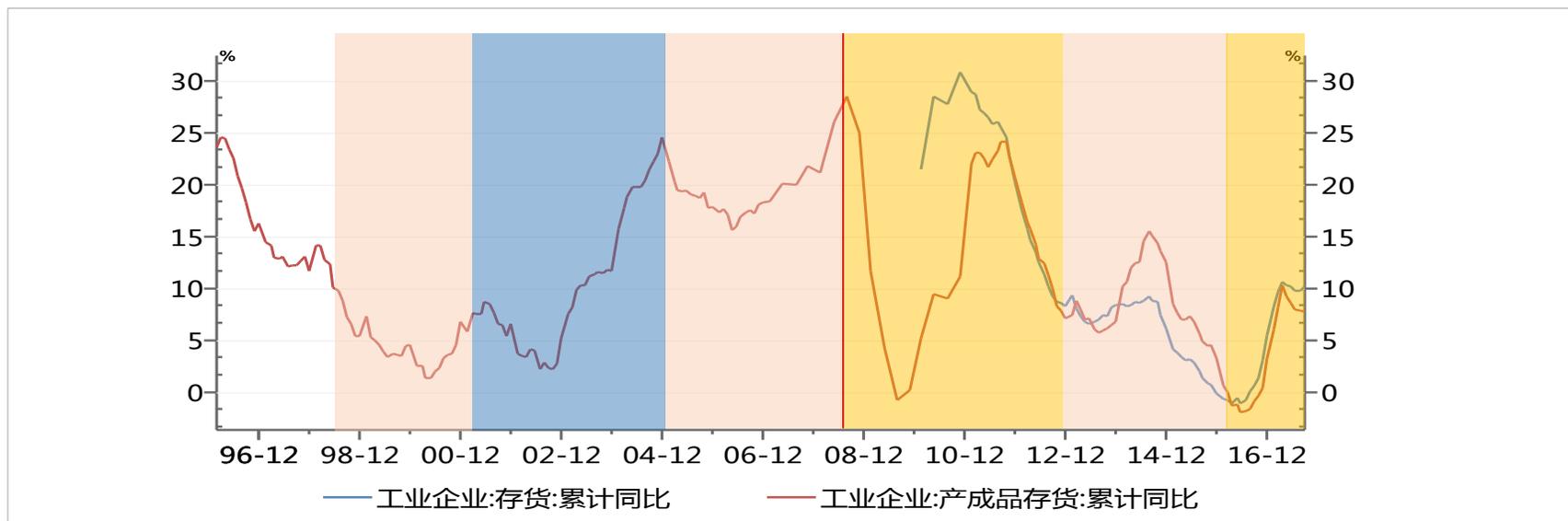
数据来源：Wind资讯，统计时间：1980—2017年

右图设备工具购置和建筑安装工程的同比增速也说明，设备购置地位回升很弱，建筑安装强于设备但也不可避免的下滑。

1) 存货周期压力

从下图可以看出，我国经济除了遵循中周期规律外，还遵循存货短周期规律，一个十年左右中周期涵盖三个3年左右的短周期；2016年6月开始走在第三个存货周期之中；

第三个存货周期势头并不强劲，产成品存货增长最高点在10%，低于最近15年的最高点；到目前历时19个月，却已回落5个月，回升时间很短。正常周期结束在19年6月，但此前经历了超长的存货周期，最后这个周期可能只有2年多，18年就面临现实的库存回落压力。



数据来源：Wind资讯，统计时间：1996—2017年

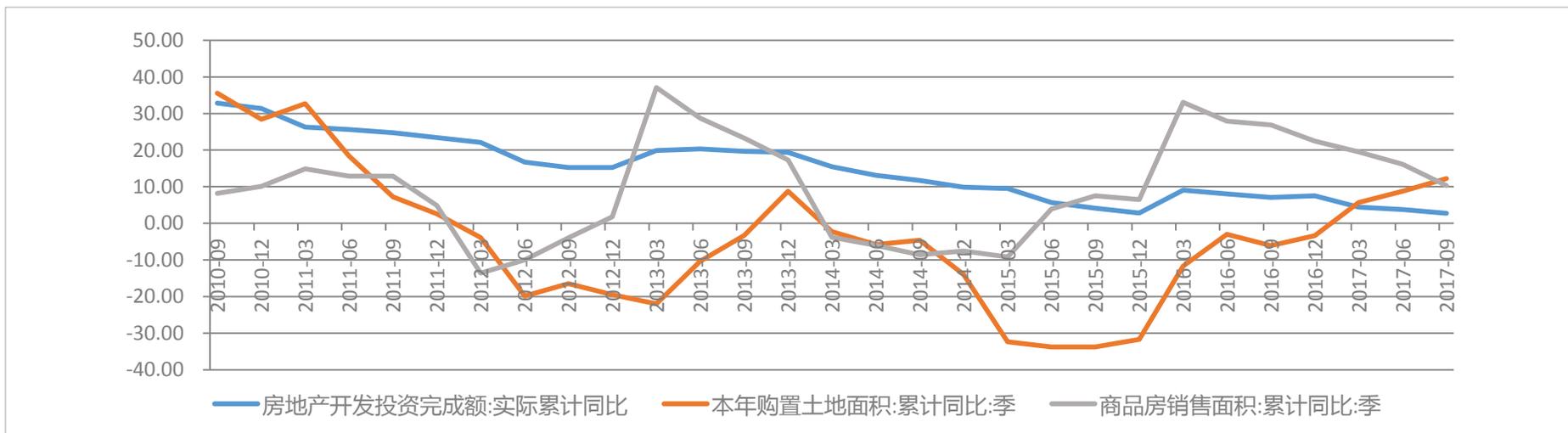
2) 房地产投资增速回落的压力

主流的观点是，土地购置面积增速持续走高，说明房地产投资增速未来不会低。但从下图看，土地购置面积增长略迟于销售增长，说明是商品房销售高增长带来房地产商预期上升，而与房地产投资增速相关性并不大。

并且出现过土地购置面积上升后房地产投资增长持续下滑的过程，如2014年以后，以及近年初以来，房地产投资都没有跟随土地交易火爆而走高。

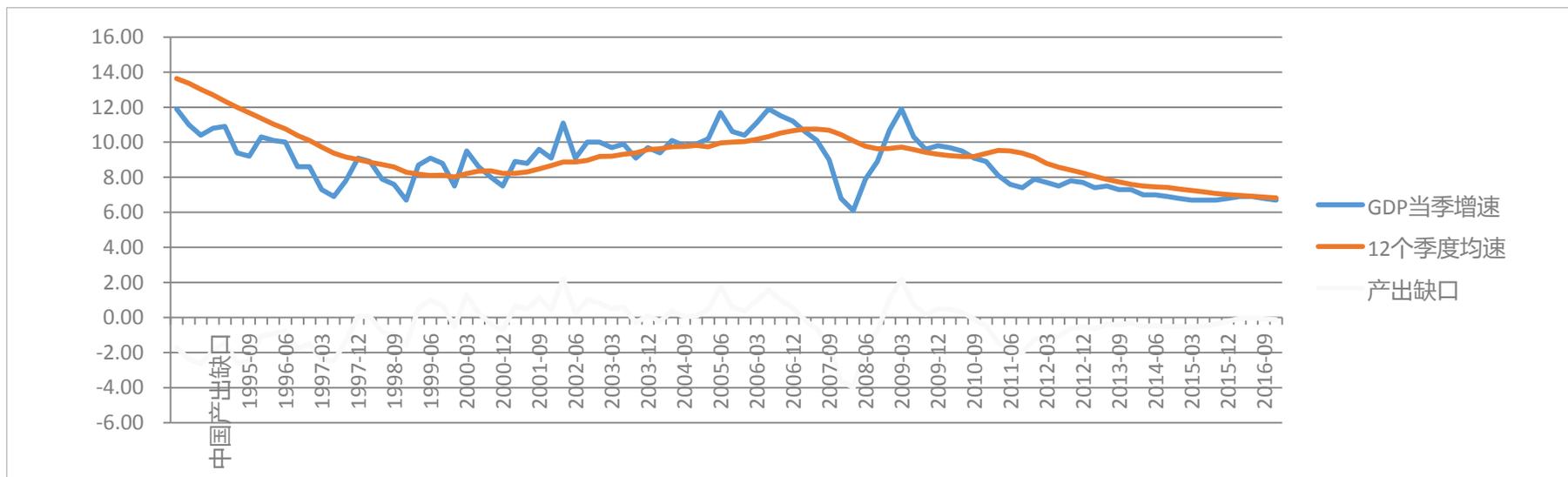
推动房地产投资的真正动力是销售增长，2012年和2015年两轮销售增长都带到房地产投资显著回升；未来房地产投资也必将跟随销售回落而回落。

三季度末商品房销售增长回落到10%，比年初下滑了一半，比去年高点下滑了2/3，房地产投资增速再度滑向0增速附近。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2010—2017年

- 经过多年刻意的压低增长率，12个季度的GDP均速被压低到6.88%左右，季度GDP增速接近这一长期均速，意味着经济基本实现了供需平衡。下图看，产出缺口基本恢复到临界值附近。三季度季度GDP增速6.8%缺口仅0.08%。
- 经济复苏本质上讲就是需求回升到供给之上、并引发设备投资扩大再生产的过程，产出缺口由负转正，就标准着需求回升到供给之上，也才能刺激设备投资。目前已经临近这个临界点。即便未来短期几个季度增速小幅再度下滑偏离均值小幅扩大，但由于缺口很小，将来也很容易回升到均值之上。



数据来源：Wind资讯，统计时间：1994—2017年

- **中周期启动的逻辑过程：**上个周期繁荣期过渡投资——产能过剩——设备投资收缩——总需求收缩——经济供大于需——经济萧条——经济增速长期下滑——落后产能退出供给收缩——供需逐渐平衡——进入中周期末端；需求逐步复苏——供给稳定——小幅供不应求导致价格上涨——供给侧投资逐渐复苏——经反复确认中周期启动。
- **我国启动新周期需要跨栏：传统产能过剩**

产能过剩就是供给过剩，传统产能严重过剩，传统产业设备投资就难以启动。煤炭钢铁水泥有色等通过限制产能投放实现了短暂的供需平衡，但这是产量与需求的平衡，不是产能与需求的平衡，这些产品的价格上涨只会带来过剩产能的投放；断不会带来这些传统产业新一轮设备投资。依据这些产品价格上涨就导出新周期启动的逻辑是有显著问题的。

基于传统产业严重产能过剩的现实，依据这些产业的设备投资拉动新周期是不切实际的，这点上经济主管部门非常清楚。管控产能投放提升产品价格的目的是改善企业经营、淘汰落后产能，进而降低企业和金融的风险，断然没有据此启动新周期的意图。官媒也从来没有就新周期表态。
- **启动新周期的切入点应该是升级与创新，即在传统产业技术改造上的投资拉动、新兴产业的创新驱动。未来的关键词是创新升级，即落实十九大报告建设创新型国家的号召，落实《中国制造2025》规划。**

- 十九大报告指出，从2020年到2035年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗15年，基本实现社会主义现代化。到那时，我国经济实力、科技实力将大幅跃升，跻身创新型国家前列。
- 依据此前中央部署，2020年我国要进入创新型国家行列，完成创新型国家建设目标。
- 世界公认的20个创新性国家包括了美国、日本、韩国、芬兰等经济大国，共同特征是：创新综合指数明显高于其他国家，科技进步贡献率在70%以上，研发投入占GDP的比率一般在2%以上，对外技术依存度在30%以下。这些国家所获三方专利（美国、欧洲、日本授权的专利）数占世界总量的97%。
- 我国科技创新的现状和任务：过去五年，我国主要科创指标挤进了世界前列，成为全球第二大研发投入大国和第二次知识产出大国：2016年全社会研发投入1.57万亿，国际论文总量居世界第二位，五年增长50.8%，发明专利申请量居世界第一，有效发明专利保有量居世界第三。

研发已经迎来最好的高投入时代

- 依据部署，到2020年进入创新型国家行列时，技术进步贡献率达到60%以上（2016年56.2%），知识密集型服务业增加值占GDP20%（浙江15.5%）；研发经费支出占GDP达到2.5%（2016年我国2.1%，美国和德国研发支出GDP占比均接近3%，日本达到3.3%，韩国更是高达4.2%）。
- 据测算2020年我国研发支出至少为25582亿，这比2016年大致增长了10000亿，而2012年我国研发支出才首次突破10000亿大关。因此，2018-2020年间我国研发支出的扩张规模将大于以往任何一个时代。



数据来源：Wind资讯，统计时间：1996—2017年

1、知识密集型服务业还有很繁重的提升任务

- 举经济较发达且经济结构偏向现代的浙江为例：2016年知识密集型服务业的GDP比重也只有15.5%，占服务业比重也仅30.4%。全国的数据不可查，但考虑浙江有阿里这个现代服务业巨头，却没有很知名的大型国有企业，现代服务业的占比尚只有15.5%，预计全国水平不会比这更高。
- 短期目标是到2020年知识密集型服务业提升到GDP的20%，四年要提高5个百分点左右，任务十分艰巨。粗略测算，产出差不多要从2016年的11万亿人民币，到2020年提升到20万亿，四年增长83%，年均名义增长16%，高出GDP的名义增长率6-7个百分点。
- 浙江省纳入知识密集型服务业的有：信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究和技术服务业，金融业，租赁和商务服务业等。浙江省的强项是在第一类，信息传输、软件和信息技术服务业，增长也最快，2016年营业收入4297亿元，比2013年增长1.3倍，占规模以上服务业企业的40.6%，比重比2013年提高12.4个百分点。金融作为大类的服务业，浙江处于弱项。
- 浙江前三季度GDP增速8.1%高出全国1.3%，三个产业分别增长1.9%、7.3%、9.3%，第三产业增速高出GDP1.2%。知识密集型服务业快速发展还推动高端制造业发展，高技术产业、高新技术产业、装备制造业、战略性新兴产业增加值同比分别增长15.6%、11.1%、13.0%和11.5%，均大幅高于全省规上工业增加值增速。

- 2017年3季度国家统计局单列公布信息传输、软件和信息技术服务业增加值，三季度增速高达29%，明显高于其他行业的增速。
- 数据显示，我国信息传输、软件和信息技术服务业占GDP比重仅有3.3%，占第三产业GDP仅有6.5%。美国信息业占GDP比重4.28%，2016年增加值9247亿美元，我国今年预计在4400亿美元左右。
- 信息技术与信息业，在传统产业升级创新中有基础性作用，比如物联网、传统产业+互联网、智能制造、人工智能等都依赖信息技术进步与信息业高度发展。

指标名称 ▲	中国 国内生产总值(季) GDP:不变价:信息传输、软 季	中国 国内生产总值(季) GDP:不变价:第三产业:当 季	中国 国内生产总值(季) GDP:现价:当季值 季	中国 国内生产总值(季) GDP:现价:信息传输、软 季
频率	季	季	季	季
单位	%	%	亿元	亿元
指标ID	M5784265	M5567903	M5567876	M5784262
时间区间	2017-01:2017-09	1992-01:2017-09	1992-01:2017-09	2017-01:2017-09
更新时间	2017-10-20	2017-10-19	2017-10-26	2017-10-20
2016-09		7.60	190,529.50	
2016-12		8.30	211,281.30	
2017-03	19.10	7.70	180,682.70	6,929.00
2017-06	23.00	7.60	200,807.20	7,212.00
2017-09	29.00	8.00	211,798.10	7,002.00

数据来源：Wind资讯，统计时间：2017/01—2017/10

2、传统产业+创新：更广阔的信息化前景

- 《中国制造2025》规划，到2020年，基本实现工业化，制造业大国地位进一步巩固，制造业信息化水平大幅提升。制造业数字化、网络化、智能化取得明显进展。党的十八大提出用信息化和工业化两化深度融合来引领和带动整个制造业的发展；十九大更进一步明确。
- 十个领域：新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十个重点领域。
- **投资上关注的重点：高档数控机床和机器人**
高端数控机床和机器人是，工业上台阶的“母机”，处于最优先发展的地位。国际上把五轴联动数控机床等高档机床技术作为一个国家工业化水平的重要标志。
国内大型机床制造企业的制造能力很强，但大而不精，其主要原因还是加工设备落后，数控化率很低，尤其是缺乏高精水平的加工设备。 2016年我国数控机床进口金额累计26.12亿美元，与2015年相比同比进口金额减少了13.1%，但2016年进口均价为23万美元/台，相对于2015年上涨了近42.55%。 我国80%的高端数控机床要进口。

- 我国将重点针对航空航天装备、汽车、电子信息设备等重点产业发展的需要，开发高档数控机床、先进成形装备及成组工艺生产线。
- 包括：电子信息设备加工装备、航空航天装备大型结构件制造与装配装备、航空发动机制造关键装备、船舶及海洋工程装备关键制造装备、轨道交通装备关键零部件成套加工装备、汽车关键零部件加工成套装备及生产线、汽车4大工艺总成生产线、大容量电力装备制造装备、工程及农业机械生产线等产品。
- 重点实现三个转变：
 - 由单机向包括机器人上下料和在线检测功能的制造单元和成套系统转变；
 - 由数字化向智能化转变；
 - 由通用机床向量体裁衣的个性化机床转变，
- **市场前景**：在高端数控机床方面，国内产品仅占2%，国产数控机床当中大约80%使用国外数控系统。整体市场需求方面，高档机床占据10%份额。专业机构预计我国2020年数控机床市场2700亿人民币，数控系统市场规模大约在453亿人民币（按2014年全球占比16.7%）
- **关键技术**：中国数控系统60%以上的市场被Siemens和Fanuc占据。

- 更广阔层面的传统产业升级，就是传统产业全面电子化、信息化。重点领域投资加速：

先导产业：

电子产业：芯片国产化；我国每年进口2200多亿美元的集成电路，进口额占到全球贸易额的61%，今年上半年的进口增长率仍达18%左右，有着巨大的进口替代市场空间。

《中国制造2025》的目标是到2020年芯片自给率40%，2025自给率50%，差不多产业规模达到全球的30%，超过美国成全球第一。2016年我国集成电路销售额4335亿人民币（667亿美元），增长20%，但仅及进口额的三分之一，更仅及全球半导体总市场规模3389亿美元的20%。挤进世界芯片设计前50强的中国企业已经达到11家，非常确定未来几年仍将处于高增长阶段。

▲ 2016年中国集成电路设计10大企业 ▲

排名企业名称	2016年销售额（亿元）
1 深圳市海思半导体有限公司	303
2 清华紫光展锐	125
3 深圳市中兴微电子技术有限公司	56
4 华大半导体有限公司	47.6
5 北京智芯微电子科技有限公司	35.6
6 深圳市汇顶科技股份有限公司	30
7 杭州士兰微电子股份有限公司	27.6
8 大唐半导体设计有限公司	24.3
9 敦泰科技（深圳）有限公司	23.5
10 北京中星微电子技术有限公司	20.5

数据来源：Wind资讯

5G网络建设：

5G将是VR虚拟现实行业、360°全景视频直播、远程医疗行业、无人驾驶行业、万物互联的物联网等产业的强大网络基础支撑平台。

在5G第二阶段试验完成之后，第三阶段试验即将将于2017年底或2018年初启动；预计5G第一个标准版本将于2018年6月完成，完整版本或将于2019年9月完成，并有望在2020年实现大规模商用。

据预测我国三大运营商在5G基础设施上的投入将在七年内达到1800亿美元（约合人民币1.2万亿元），而从2013到2020年我国在4G上的投入估计为1170亿美元，我国为5G的投入将比在4G上的多出一半多。中国5G的投入也会大大超过日本，日本七年预计只会有460亿美元。

此前中国移动规划，将在2018年建设大规模的5G实验网络，并将于2020年正式开启5G商用。至2020年国内运营商正式5G商用前，2018年宏基站建设就有望进入集采周期。

将从2019年开始在国内主要城市建设5G试点网络，2020年就全面商用。预计到2021年，中国三大运营商的5G网络就可能覆盖全国，而到2022年，中国5G用户有望达到5.883亿，渗透比例高达40%。

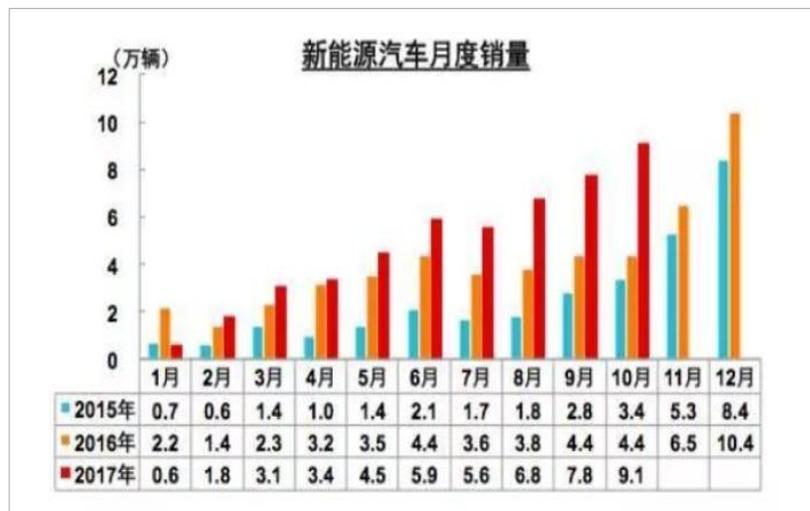
标志性产业：

高端装备制造业：核电、大飞机；

耐用消费品：新能源汽车；

2015年我国电动汽车迎来爆发，2016年乘势而上，连续两年产销量位居世界第一。据工信部公开数据显示，2017年前十月我国新能源汽车产销达51.7万辆和49.0万辆，全年年新能源汽车销量目标70万辆，目标增长40%。

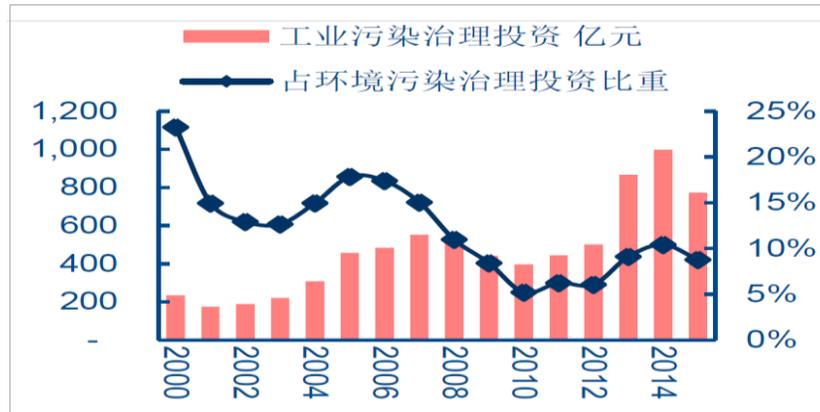
新能源汽车已经成为我国赶超世界汽车产业的重要机遇。依据汽车产业规划，到2020年，培育形成若干家进入世界前十的新能源汽车企业；到2025年，新能源汽车骨干企业在全球的影响力和市场份额进一步提升。并计划到2020年，新能源汽车年产销达到200万辆，动力电池单体比能量达到300瓦时/公斤以上，力争实现350瓦时/公斤，系统比能量力争达到260瓦时/公斤、成本降至1元/瓦时以下。到2025年，新能源汽车占汽车产销20%以上。



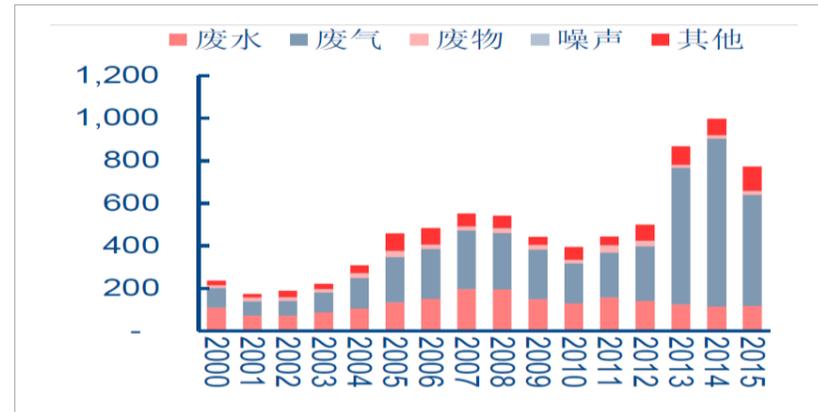
数据来源：Wind资讯，统计时间：2015—2017年

4、环保设备与绿色产业

- 十九大报告将“美丽”作为强国目标之一，全面升级生态文明建设，环保产业迎来崭新的历史发展机遇。
- 企业环保设备投资在环保风暴之后将加大投入，钢铁、化工、水泥、有色等高污染行业的环保投入将率先发力，在经济效益显著回升之后，再全面提升经济的社会效益。环保投入与技术改造将是新一轮设备投资的重点。
- 近年来环保投资持续下滑，主要受企业效益不佳投入不足、环保督查管理存在制度障碍等制约，但是随着周期品价格回升企业效益普遍回升，环保垂直管理制度突破，积累数年的环保设备投资将迎来释放期。
- 环保产业处于6年以来的估值底部，基本面已经出现积极变化，存在较好的投资机遇。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2000—2017年

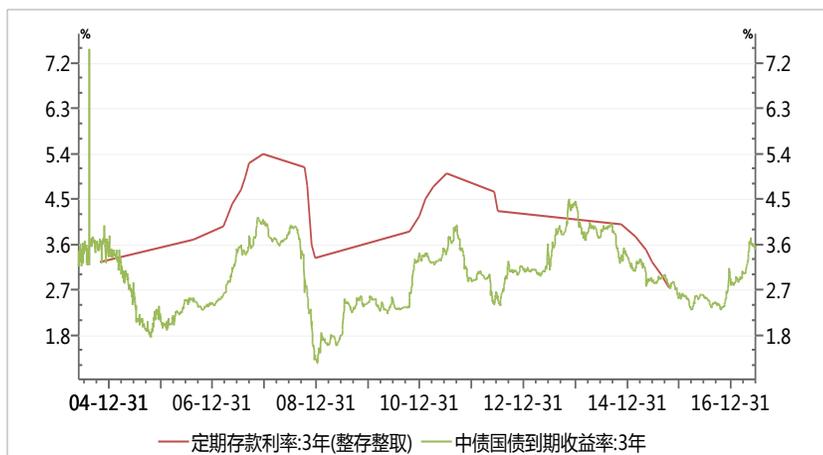


数据来源：Wind资讯，统计时间：2000—2017年

- 工业和信息化部今年10月24日发布《关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》（下称《意见》）。《意见》提出，到2020年，环保装备制造业产值达到10000亿元。以提高环境质量为核心，实施最严格的环境保护制度，为环保装备制造业发展带来巨大的市场空间。
- 中投顾问在《2016-2020年中国环保设备行业投资分析及前景预测报告》中提及，到2020年环保将成为我国国民经济的支柱产业。
- 环保装备制造业发展的九大重点领域：大气污染防治装备、水污染防治装备、土壤污染修复装备、固体废物处理处置装备、资源综合利用装备、环境污染应急处理装备、环境监测专用仪器仪表、环境污染防治专用材料与药剂、噪声与振动控制装备。
- 重点行业：
 - 1) 大气污染防治设备，是环保设备的成长最快、需求最迫切的市场，脱硫、脱销、除尘是大气污染防治设备主体，也是环保设备的最重要部分。行业发展比较成熟，产能和技术储备较多，期待行业龙头出现。
 - 2) 环境监测专用仪器仪表，根据预测,2020 年环境监测行业市场规模有望突破900亿元,五年复合增速约为20%左右。

1、这轮利率上行的动力是金融去杠杆

- 三年期基准存款利率还停留在2015年10月最后一次调整的2.75%。当时3年期国债收益率2.7533%，与基准利率利差仅0.33个基点。
- 目前三年期国债收益率已经上升至3.7852%，与同期基准存款利率利差扩大到了103.52个基点，收益率上升了37.47%。
- 国债收益率历史上长波段都跟随着基准利率走，如05年到07年和09年到10年的加息周期，08年和2014年的降息周期。只有政策因素导致中端波段脱离基准利率走。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2004—2017年



数据来源：Wind资讯，统计时间：2012—2017年

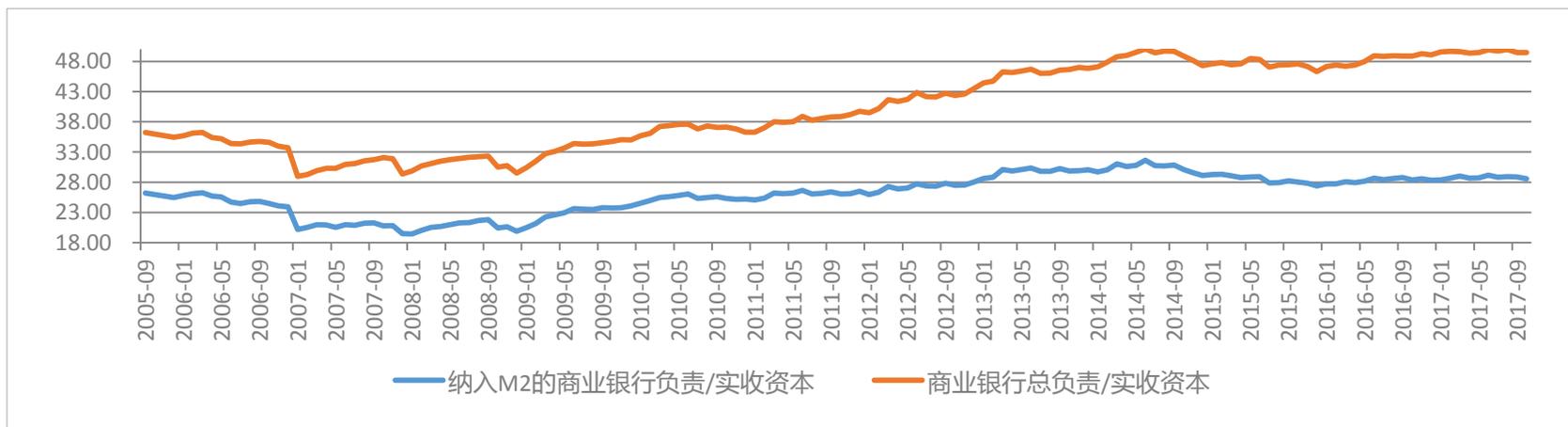
• 这轮利率上行与2013年利率上行有可比性

1、都是市场利率脱离基准利率大幅上行。2012年7月三年期国债触及2.38%后回升，但走势总体平稳，到13年5月维持在3%左右。基准利率在12年年中连续两次下调后长期保持不变，下一次调整是14年的11月。13年6月初开始，利率加速上行，到月底银行间市场出现钱荒，钱荒后国债收益率继续上行，三年期国债收益率到年底上升至4.48%，比最低点上升2.1%，比年初上行1.46%。三年期国债收益率与同期存款基准利率的利差从1.87%转变为-0.23%。

2、相关政策可能导致市场利率大幅走高。当时利率市场化呼声很高，推进利率市场化，在7月20日全面放开贷款利率。央行以银行间利率的价格机制平衡银行间资金成本和调节流动性，遏制越来越严重的资金空转问题。因此就出现了6月底银行间拆借利率持续飙升，到6月20日银行间资金面更加紧缩，隔夜回购利率高达30%。钱荒仅仅持续了几天时间，但是市场利率的上行持续了大半年。

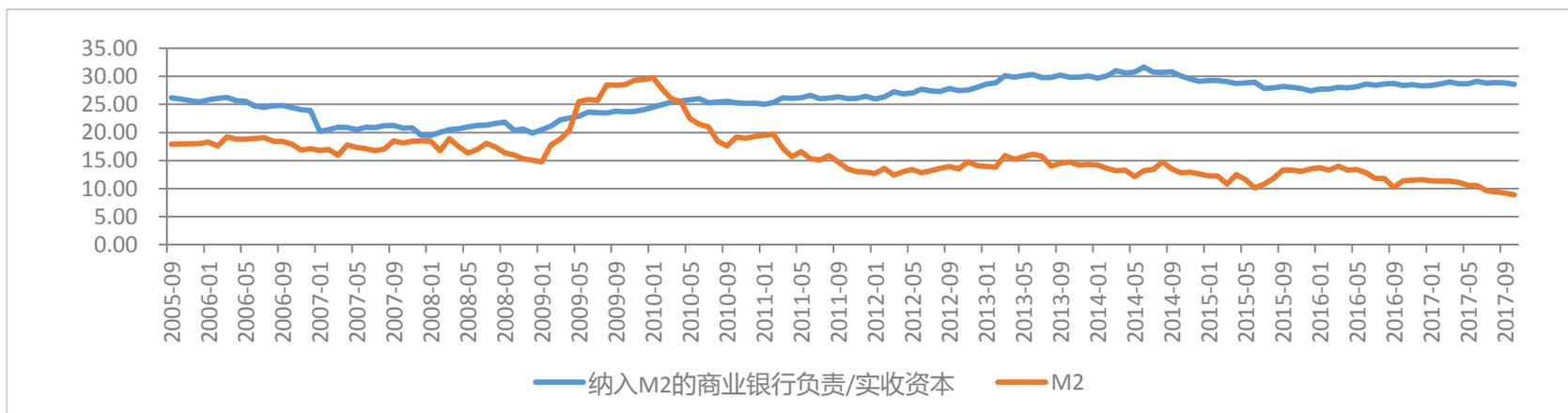
这次利率上行，根本原因是央行推动金融去杠杆，主动抬高短期资金成本，加剧短期资金紧张程度，标志性事件就是去年底调高MLF利率，自此之后市场利率就逐级走高。就如2013年一样，央行暂时将基准利率放在一边，运用新的利率形成机制控制商业银行资金成本，进而促使去杠杆。

- 商业银行负债总额/实收资本倍数从2009年初的30倍附近上升到2014年年中的50倍，金融杠杠率快速提高。2014年该倍率一度小幅回落，但是2016年初再度上升至50倍附近，并一直维持到现在。
- 商业银行计入广义货币的负债总额/实收资本倍数同期从23倍上升到14年中达到峰值35倍后，三年来已经有所回落，15年以来都徘徊在30倍附近，目前在29倍附近。
- 金融去杠杆既要降低商业银行总的杠杠率，更要降低商业银行资产负债结构中脱实向虚的部分。从上述两图看来，总负责水平还很高，同业负债也还没有降下来。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2005—2017年

- 金融降杠杆归根到底是降低金融系统负债规模，在实收资本和净资产相对恒定的情况下，降低金融机构负债/实收资本倍数。
- 金融杠杆率抬升发端于2009年初开始的M2大投放，后来M2增速虽然下来了，但是投放的货币再没有收回，一直在金融体系内滚动，负债率水涨船高居高不下。
- 2015年后M2回落到15%以下，金融杠杆率逐步稳定。但是如要进一步降低商业银行降杠杆，势必进一步降低M2增速。目前M2增速已经跌破9%。
- 预计明年M2仍将控制在低位。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2005—2017年

- 金融降杠杆就意味着商业银行缩表。商业银行实收资本4.8万亿相对稳定，如果将杠杆率下降5倍，就意味着缩减资产规模25万亿左右，也就意味着M2下降这么大规模。如此这般大规模的去杠杆不切实际，但是缓慢的缩表不可避免，唯有缩减资产负债规模才能把杠杆率降下来。
- M2/商业银行实收资本目前33.40倍，2008年底这一比率为21.88倍，M2大投放的这几年是杠杆率大提升的九年，虽然杠杆率再回归到危机前低位没有可能，但是目前大动干戈降杠杆说明杠杠率偏高，有下降的巨大压力和空间。
- 商业银行缩表，也需要中央银行缩表。商业银行货币创造的源泉来自中央银行的基础货币投放，再依据货币乘数创造出商业流动性。央行缩表，回收基础货币，再通过货币乘数紧缩市场资金，降杠杆的逻辑链条才可能搭建起来。
- 目前还没有看到央行紧缩基础货币，即没有缩表，也没提准备金，也没看到央行缩减MLF\SLF等。仅仅通过提高市场利率来提高商业银行资金成本、降低货币周转率、货币乘数，这效果还不明显。

2、数量性工具不动，价格型工具将持续紧绷

• 既然缩表是金融去杠杆的必由之路，为什么央行却大打价格拳？

上述讨论的重心都是商业银行表内去杠杆，而央行的目标是商业银行的表外业务——银行理财，不得不启用短期资金价格来控制杠杆率继续攀升。

理财业务2007年底只有0.53万亿，而后跟随着M2大扩张，13年12月突破10万亿，15年7月突破20万亿，去年底接近30万亿，达到29.05万亿。银行理财业务大扩张，是表内业务转移到表外、规避净资本监管的结果，理财业务从客户端来讲是类贷款业务，从银行端来讲是类负债业务。

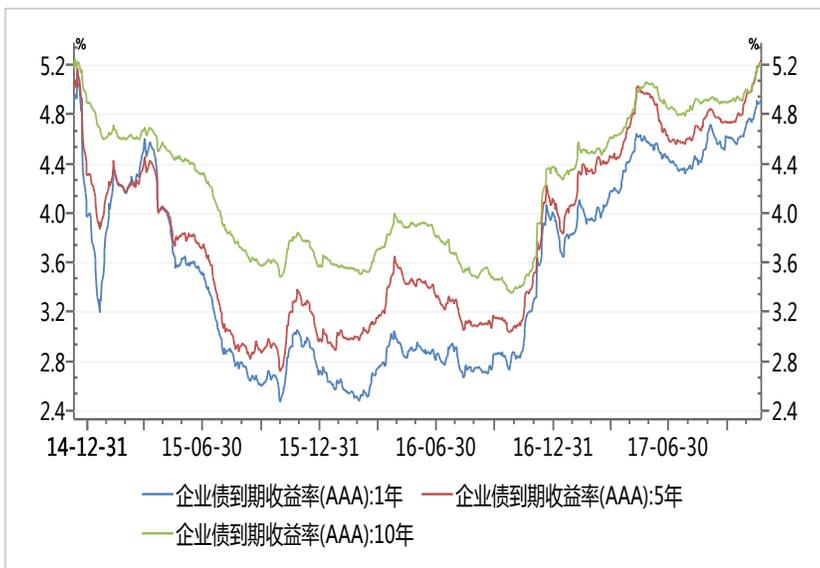
理财规模29万亿中，有5.99万亿是银行同业专属理财，是类银行同业负债业务。可见，银行表外业务相当于再做了一张资产负债表，业务与表内类似，但是规避了净资本监管。

以商业银行4.8万亿实收资本计算，表外业务增加6.25倍杠杆率，将商业银行总杠杆率提高20%。这些业务不受存款准备金、净资本约束，因此央行的数量型工具都鞭策不到。

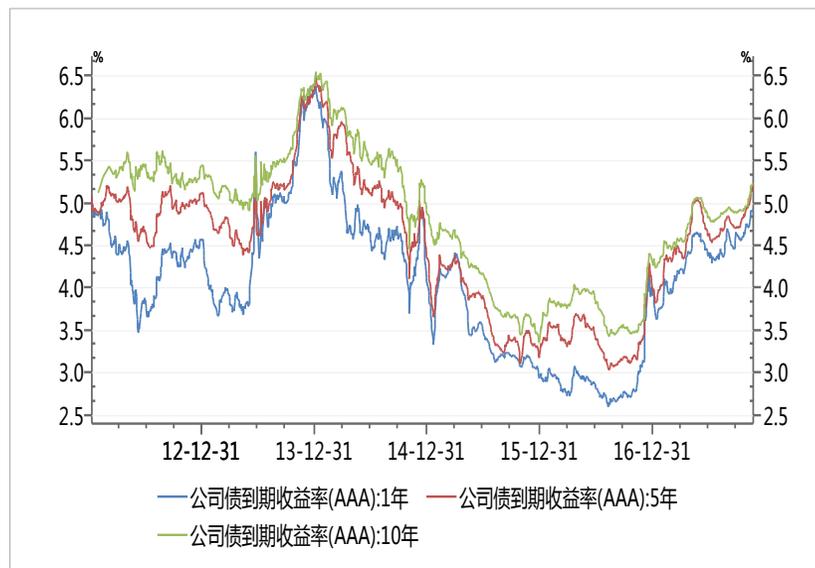
自2017年一季度MPA考核，将表外理财被纳入广义信贷口径，是央行下决心降低表外杠杆率的标志性事件。但是对于商业银行的影响仅是，广义信贷增速与目标M2增速偏离不超过20个百分点即可得到满分，若超过则为0分，区域性重要性机构偏离度不超过22个百分点即可得到满分。

- MPA考核还是没有将表外理财纳入资本和准备金考核，仅纳入广义信贷总规模增长率考核，数量型工具仍然起不了作用。
- 银行理财收益率跟随国债收益率起伏，相关性很强，原因是理财相当一部分流向了债券市场，债券市场收益率又反过来影响理财收益率预期。提高市场利率可以直接提高理财收益率。
- 作为表外的类存贷款利率，理财收益率已经充分市场化，2013年一度被当作市场利率的可选项。由于银行理财有一定的刚兑性质，客户对理财的需求收益率弹性并不明显，而刚兑方银行在发行理财产品时对于收益率的弹性却更明显，收益率太高意味着成本高、意味着肩负的刚兑收益风险也高。
- 由此可见，提高市场利率、提高理财产品收益率对于提高理财产品发行收益率、遏制理财产品发行规模是有作用的。
- 央行侧重于锁短放长，造成短期资金紧张，提高MLF、SLF的利率。去年10月份以来，3个月期国债收益率从1.98%上升到了3.6903%，一年期国债收益率3.64%，5年期国债收益率只有3.9165%。
- 尽管是精准调控，但是国债收益率上行趋势已经形成，各期限不同程度上涨，融资成本必然上行，对股市、债市乃至经济的负面压力，必然存在。

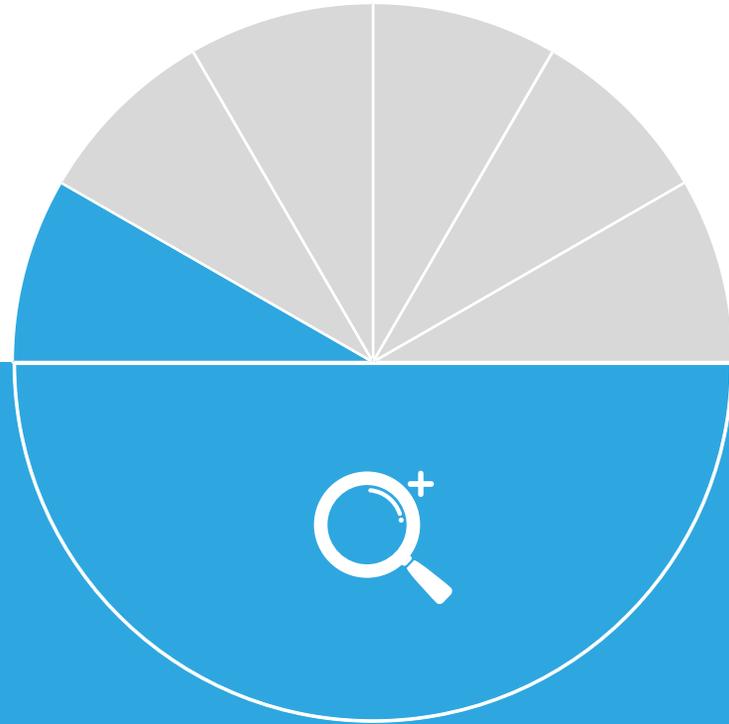
- 一年期公司债收益率平均上行了2%，意味着企业融资成本上升了2个点，升幅高达70%以上。
- 各评级5年期公司债收益率也上升了2个点左右。收益率普遍回升到2014年3三季度末水平。当时同期的贷款基准利率6.4%，目前贷款基准利率利率4.75%。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2014—2017年



数据来源：Wind资讯，统计时间：2010—2017年



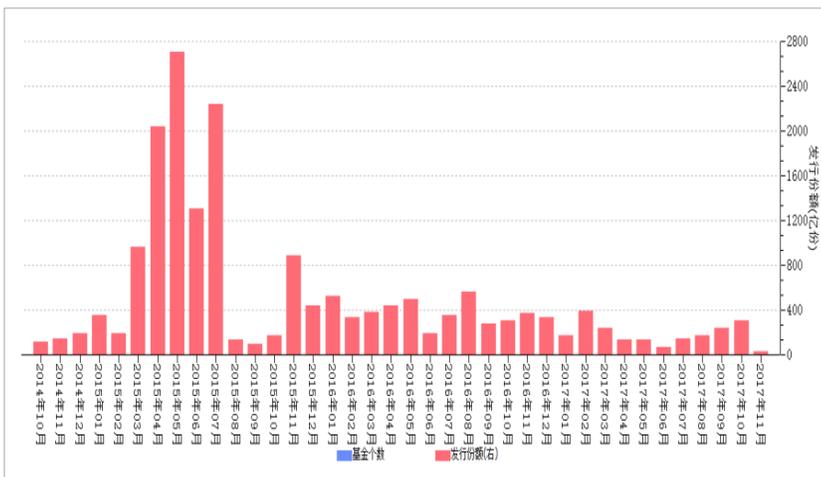
三、2018年投资机会分析

继续演绎结构性牛市

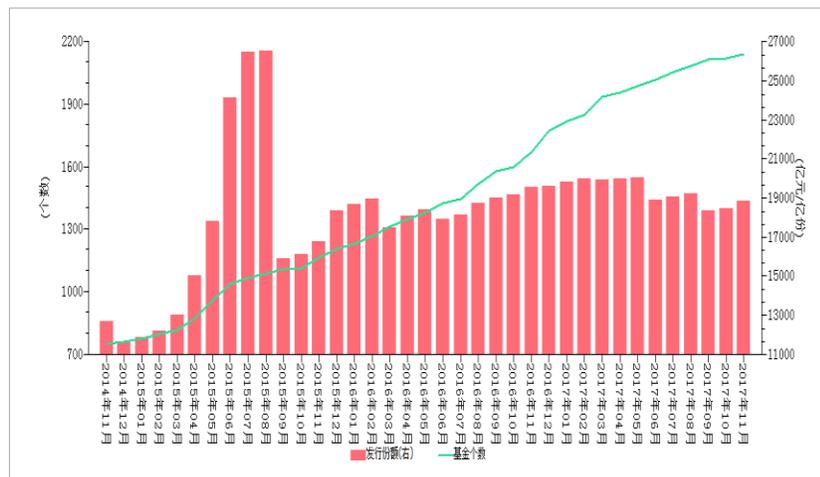
• 存量博弈是结构性牛市的市場基础。

左下图所示，2015年中期以后，混合型基金长期月均首次发行额都在500亿份之下，2017年以来月均首发额再创新低，最多月份2月发行388亿份，最低月份6月仅62亿份，偏股型基金的规模始终未见大幅增长。这与2015年上半年基金首发份额大幅增长形成鲜明对比，可见这轮行情属于存量资金博弈行情。

右下图所示，混合型基金总份额今年以来不但没有增长，还出现了下降。基金数量增长并没有带来份额增长，场外资金并未流入。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2014—2017年

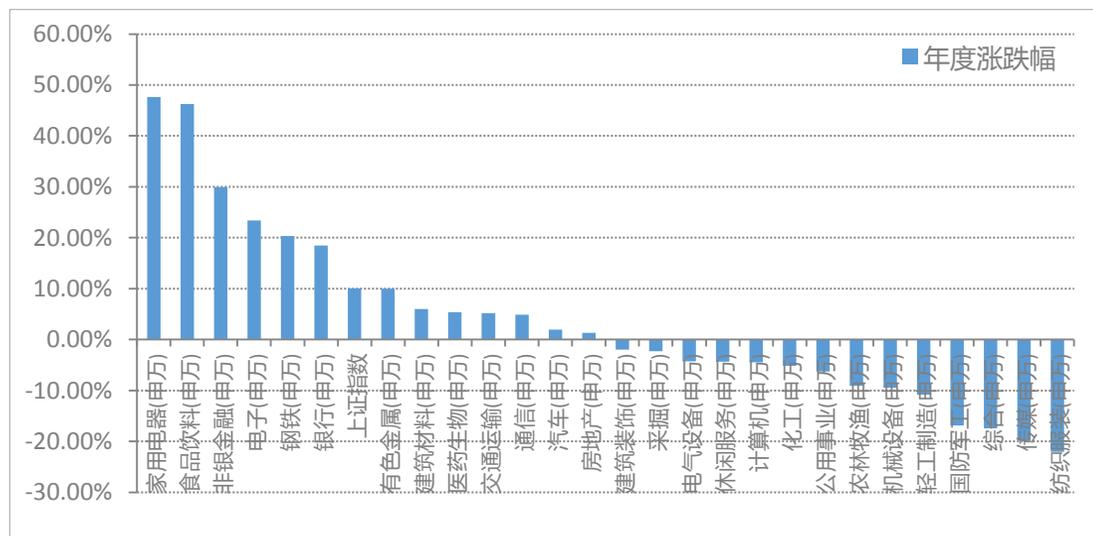


数据来源：Wind资讯，统计时间：2014—2017年

- 增量资金进入股市需要虹吸效应。
- 对于推动增量资金入场，有各种说法和预期，比较流行的是相对收益率法，即在股市收益率显著高于其它市场、有足够风险补偿时，增量资金就会选择进入股市。这也构成市场估值理论的基础。但是实际情况并不如此理想，往往市场持续下跌、潜在收益率持续提升同时，是市场成交量持续萎缩、开放式基金份额持续下滑，说明场外资金并没有因股市收益率上升而提高入场意愿。往往是指数出现30%上涨后，市场交易趋于活跃、开放式基金开始爆量，此时实际上市场测算的股市收益率已经大幅下降，可见决定增量资金流入股市意愿的，不是价格下跌带来的已上升潜在收益率，而是股价上涨带来的已实现收益率，即价格上升带来的财富效应。
- 两次增量资金入市形成单边市的典型是2006年牛市和2014年牛市，期间开放式基金都出现巨量申购。但细心观察发现，开放式基金申购从最低谷出现20%上升，都在指数上涨50%以后：06年5月和14年12月。
- 2016年、17年股市上涨在部分基金中出现了财富效应，有些基金净值涨幅超过30%，但是面还不够宽，还没见基金申购规模的显著提升。
- 其他推动增量资金入市的举措有待观察。比如降息，历次牛市启动之初都将此作为宽松的标志，但是明年上半年似乎看不到降息可能。比如说培育机构投资者，外资入市预期基本明确，循序渐进过程漫长。

- 2017年行业分化空前加剧，涨幅最大的两个一级行业家用电器和食品饮料涨幅接近50%，二级子行业保险上涨接近100%；而跌幅最大的两个一级行业纺织服装和传媒跌幅接近20%，高低的指数幅度差达70%；
- 年初以来上证指数上涨10.05%，28个一级子行业中涨幅大于指数的仅6个，有近五分之四的行业涨幅低于指数，甚至有近二分之一的子行业出现下跌。
- 个股的分化就更惊人，包括新股在内3440只股票，近一年来上涨股仅1025只，三分之二股票下跌，中位数下跌20%；近一年上证指数上涨6.5%，跑赢指数的股票仅902只，有2100多只股票跌幅大于10%，50%近1700多只股票跌幅大于20%。

板块名称	年度涨跌幅
家用电器(申万)	47.63%
食品饮料(申万)	46.28%
非银金融(申万)	29.96%
电子(申万)	23.41%
国防军工(申万)	-16.89%
综合(申万)	-17.40%
传媒(申万)	-19.81%
纺织服装(申万)	-22.02%



数据来源：Wind资讯

- 优势板块将从价值转向价值+成长

2017年跑赢指数的6个一级子行业的共同特征是低估值的价值股。除了电子板块价值股特性逊色外，其他各行业都有价值股特征。

2006年底，今年涨幅第一的家用电器行业PE19倍和每股收益排行第五位，ROE排行第二位；涨幅第二位的食品盈利行业PE排行第9位，ROE排行第4位；涨幅排行第三的非银金融PE排第2位，ROE排第一位；涨幅第五的钢铁PB第2位，涨幅第六的银行PB第1位。

这些行业没有联动的逻辑：食品饮料是传统的防御板块，家用电器偏向防御；非银金融弱周期；钢铁强周期。可见并非周期性因素导致上涨，而是纯粹的价值低估引发资金进入。

经过上涨，这些价值股的部分优势丧失。

	指数名称	2016PE	2017PE	2016PB	2017PB
1	钢铁(申万)	-10.28	50.44	1.25	1.63
2	银行(申万)	5.88	7.13	0.87	0.96
3	非银金融(申万)	10.85	21.31	1.65	1.98
4	家用电器(申万)	18.92	22.16	2.83	3.70
5	食品饮料(申万)	28.04	41.01	4.11	6.05

数据来源：Wind资讯

- 股价结构调整后的优势估值行业

估值比较稳定的有汽车、家电、交运、银行；其中家电和银行经过上涨后估值上升不大；

估值大幅回落的有房地产、纺织服装、农林牧渔、化工、传媒、建筑建材；估值回落的主要原因是股价大幅下跌，有些行业已经跌出价值。

排名	指数名称	2016市盈率	2017市盈率	2016市净率	2017市净率
1	银行(申万)	5.88	7.13	0.87	0.96
2	房地产(申万)	19.53	14.84	1.95	1.71
3	汽车(申万)	19.15	17.40	2.44	2.24
4	家用电器(申万)	18.92	22.16	2.83	3.70
5	纺织服装(申万)	35.60	23.70	3.24	2.15
6	农林牧渔(申万)	55.29	24.02	3.72	2.99
7	交通运输(申万)	20.51	24.18	1.76	1.91
8	化工(申万)	36.67	27.00	1.96	1.79
9	传媒(申万)	40.56	28.99	4.33	2.87
10	建筑材料(申万)	51.87	30.93	2.41	2.32

数据来源：Wind资讯，统计时间：2016—2017年

考虑业绩增长的估值优势板块

• 成长行业估值下降快优势更加明显

房地产行业估值下降20%至11.67倍,交通运输行业估值下降30%到17倍附近;化工估值下降35%到18倍以下,建筑材料估值下降40%到18倍,家电虽然大涨估值仍在18倍附近,仍低于2016年底的估值水平;

上游强周期产业钢铁、采掘业绩增长起点低增幅大, PE估值也大幅降低, 表现出周期成长的巨大波动率。

排名	指数名称	考虑成长以后的PE	市盈率	市净率	业绩增长率(%)
1	银行(申万)	6.77	7.13	0.96	5.24
2	钢铁(申万)	9.95	50.44	1.63	407.05
3	房地产(申万)	11.67	14.84	1.71	27.13
4	建筑装饰(申万)	14.84	16.84	1.75	13.45
5	汽车(申万)	16.02	17.40	2.24	8.6
6	交通运输(申万)	17.25	24.18	1.91	40.19
7	化工(申万)	17.63	27.00	1.79	53.18
8	采掘(申万)	17.86	276.23	1.40	1447
9	建筑材料(申万)	17.96	30.93	2.32	72.25
10	家用电器(申万)	18.15	22.16	3.70	22.12
11	非银金融(申万)	18.45	21.31	1.98	15.49

数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2017/11

- **不乏低估值的优势板块：电子组装与环保设备**

电子系统组装是名副其实的高成长价值板块，业绩好又高成长，估值只有23倍，未来也有成长空间，是国家政策重点扶持的创新行业。

环保设备行业过去几年在行业低谷还有15%左右的增长，保持了良好的收益能力，未来环保投资力度加大，行业产能释放将加快业绩释放，目前估值28倍也处于适中水平。

板块名称	全年每股收益	三季度净利润增长率（%）	最新PE
SW电子系统组装	0.8590	31.49	23
SW环保设备	0.6610	17.81	28
SW工控自动化	0.4136	22.37	43
SW集成电路	0.4304	-3.19	73
SW软件开发	0.3906	25.75	75
SW通信传输设备	0.6158	21.35	113
SW半导体材料	0.3083	44.88	173

数据来源：Wind资讯

• 2016年涨幅居前的子行业今年表现

排行	板块名称	2016年涨跌幅%	2017年涨跌幅%
1	房屋建设Ⅱ(申万)	30%	4%
2	饮料制造(申万)	19%	55%
3	农业综合Ⅱ(申万)	11%	-35%
4	黄金Ⅱ(申万)	10%	-11%
5	化学原料(申万)	7%	-13%
6	其他交运设备	6%	-25%
7	通信运营Ⅱ(申万)	6%	3%
8	白色家电(申万)	4%	55%
9	其他建材Ⅱ(申万)	4%	-4%
10	石油开采Ⅱ(申万)	2%	-12%
11	水泥制造Ⅱ(申万)	2%	22%
12	园林工程Ⅱ(申万)	1%	0%
13	煤炭开采Ⅱ(申万)	1%	10%
14	造纸Ⅱ(申万)	0%	2%
15	石油化工(申万)	-1%	-5%

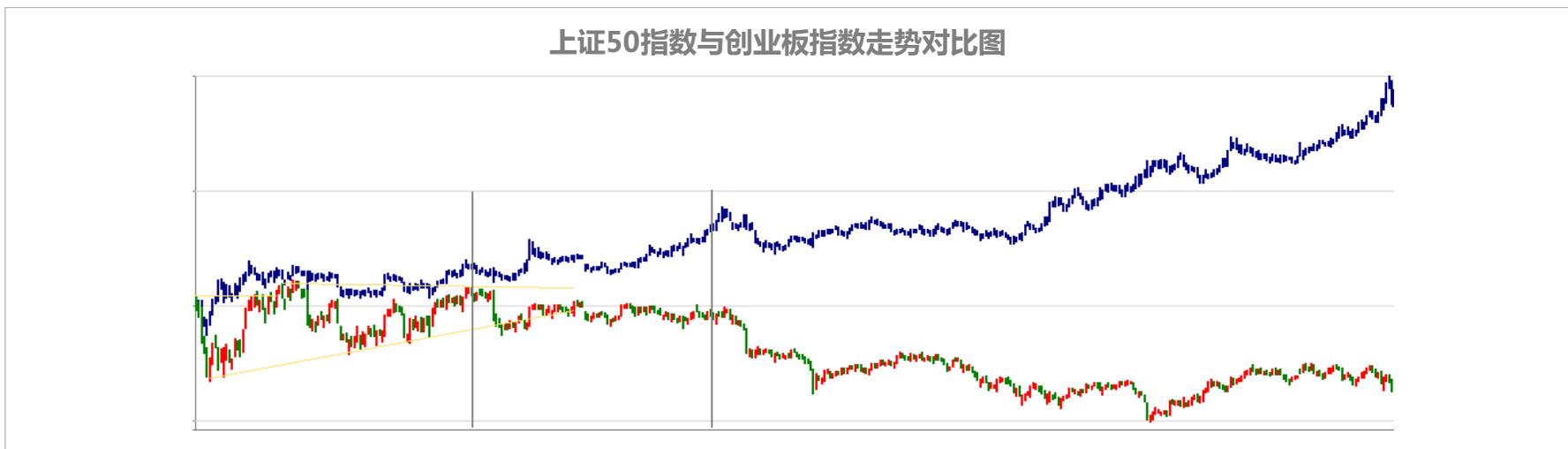
数据来源：Wind资讯

• 2017年涨幅中等的二级子行业

6	电子制造Ⅱ(申万)	26%
7	光学光电子(申万)	25%
8	食品加工(申万)	24%
9	钢铁Ⅱ(申万)	23%
10	水泥制造Ⅱ(申万)	22%
11	金属非金属新材料	21%
12	铁路运输Ⅱ(申万)	19%
13	半导体(申万)	18%
14	航空运输Ⅱ(申万)	18%
15	银行Ⅱ(申万)	18%
16	港口Ⅱ(申万)	17%
17	生物制品Ⅱ(申万)	13%
18	运输设备Ⅱ(申万)	11%
19	煤炭开采Ⅱ(申万)	10%
20	汽车整车(申万)	10%
21	计算机设备Ⅱ(申万)	9%

- 上半年受通胀回升、利率高企扰动较大，年初周期板块将面临较大压力。周期板块都是重资产、高负债行业，利率高企将增大财务成本压力；通胀预计在年初受低基数影响迅猛上升，上游产品价格控制更加严格，周期行业存在业绩下行压力。年初市场将受到周期板块较大压力。
- 年初还可能面临白马股、价值股获利回吐较大压力。以白酒龙头为代表的白马价值股行情自2016年3月初启动以来，已经接近两年，从过去大板块行情周期来看，大多在两年时转折，因此，年初是非常敏感的时段。尽管有很多理由说明白马股仍有价值，但是在股价上涨2倍后，长线投资者也会获利回吐，尤其大蓝筹回吐过程对市场构成的压力更加显著，不容忽视。
- 但是也不必过于悲观，主要是基于市场整体估值还不高，相当一部分业绩优良、成长稳定的股票在2016年处于横盘与下跌过程之中。以银行为例，25只银行股，仅2只股票涨幅超过50%，另有3只股票超过40%、4只股票超过10%，合计总共10只股票跑赢指数，而其他14只股票跑输指数，甚至有12只银行股下跌，跌幅达到20%的有4至，另有3只跌幅超过10%。
- 预计市场回撤幅度不会太大，如果年底提前释放风险，那么到了业绩披露季，绩优成长股将更有支撑力，足以化解周期压力和获利回吐压力。因此，明年上半部尤其一季度或又是一个股价结构变化和热点切换的过程。

- 下半年市场可能再度走好，深化上半年成功切换的热点，值得关注。
- 从存量资金运作的特点看，热点切换是敏感资金建仓时段，个股开始分化；热点切换成功后，将进入热点深化演绎阶段，个股分化走向两个极端：强者恒强、弱者恒弱。资金从弱势板块中源源不断撤出，转而远远不断的追涨强势热点。
- 2017年是强弱空前分化的一年，这种分化开始于2016年下半年，7月创业板破位，12月创业板开启大跌，此时大蓝筹的强势地位确立；步入2017年，强弱分化逐渐走向极端，大蓝筹单边上涨而成长股呈现单边下跌。



数据来源：Wind资讯

谢谢收看

Add:上海市吴淞路218号宝矿国际大厦35楼 (200080)
35/F,BM Tower No.218 Wusong Rd,HongKou District,Shanghai,China (200080)
Tel:(021)26010999 Fax:(021)26010808 www.dbfund.com.cn

免责声明：

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何投资者的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。