

## 值得期待的 2018

### 市场回顾与展望

2017 年的 A 股是收获的一年。得益于经济持续复苏，估值趋于合理，MSCI 宣布纳入 A 股，沪深港通加入更多标的，风险偏好提升等短中期催化剂，上证综指全年上涨 6.56%。然而，表现优异的标的大多集中在大市值白马股上，导致这种个股分化的原因包括：1) 在 2017 年初，这些大白马的估值相对其高确定性的增长来说确实很有吸引力；2) 到 2017 年下半年，一些趋势投资者也开始跟随将手里的小股票换成蓝筹；3) 在 2017 之前，全球资产低配中国。而在 2017 年，全球资金开始陆续进入。其中，尤其是偏被动管理的投资者，会优先选择风险相对低，在指数里权重更高的白马股。随着今年 A 股被最终正式纳入 MSCI 新兴市场指数和全球指数，我们相信更多的资金会投向 A 股，同时寻找超额收益。

中国经济终于在 2017 年开始复苏。供给侧改革开始显示其效果，大宗商品和原材料价格在 2017 年持续上涨。比如，铁矿石国内价格在 11 月升至过去 6 年新高。PPI 在 2017 年保持稳定，全年同比上升 6.4%。同时，官方采购经理人指数 (PMI) 全年都保持高于 50 的枯荣线。

沪深港通在两地市场都占据越来越大的比例。北向和南向资金交易量分别达到对应市场整体交易量的 3.4% 和 15.2%。由于过去两年持续的外汇管制，沪深港通对大陆投资者来说，是一个很重要的持有海外资产的投资机会。

信用市场在年末继续持续收紧。为了继续遏制金融风险，我国监管层发布了一系列覆盖所有金融机构资管产品的规定。在去杠杆的气氛中股市也从 11 月中旬开始调整，特别是那些前期涨幅比较大的白马股也出现大幅回撤。但调整后市场在 12 月趋于平稳。我们预期去杠杆会在 2018 年持续进行。

在 2017 年的最后一个工作日，证监会发布将开展 H 股“全流通”试点。我们认为这个试点将进一步增加 H 股的流动性，有助于进一步提升 H 股估值，给并购重组交易和国企改革提供了更多可能性。

### 长期投资观点

我们预计通货膨胀在 2018 年将温和上涨。得益于持续的市场化行业整合和更严格的环保规范，各种大宗商品的供应量都从 2016 年开始回落。我们预期 2018 年原材料价格将继续维持在高位，这将对中游行业和企业造成通胀压力。

2017 年的一系列紧缩流动性政策被认为是央行对我国宏观经济充满信心的表现，并致力于金融去杠杆。金融去杠杆已经看到一些效果。表外业务的增长明显被限，金融体系的系统性风险大幅降低。我们预计紧缩的基调在 2018 年将会维持。

我们在去年的报告中讨论过，人民币汇率会趋于平衡。考虑到我们经济体的整体竞争力，温和上行的通胀环境和货币供应的适当控制，现在我们预计 2018 年人民币兑美元汇率会继续保持稳定。

城镇化的继续和升级带动了消费需求的增长。科技和物联网创新将提高效率，从而创造未来更多的消费需求。可支配收入的不断提高和健康的家庭资产负债表也将很好地支持消费者的购买力水平。

一系列经济改革会在 2018 年继续进行，包括资本配置的结构变化、收入再分配、国企改革和财政改革等。我们相信这些改革将长期惠及中国经济。

## 组合配置

稳定的宏观经济和数据，全球资金配置的持续净流入有很大机会在 2018 年继续，这绝对是一个值得对股票市场有所期待的年份，良好的选股能力会带来回报。

2017 年的 A 股市场可以说是追逐高 ROE，低估值的好股票的一年。在下面的表 1 中我们可以发现，股票的表现与其市盈率、净资产收益率、盈利增长率和市值高度相关。

表 1:

Price Change %	Number of Stocks	% of Total	2016 PE	2018 PE (E)	PB	ROE	Div Yield	Mkt Cap (bn RMB)	2017 Q1~Q3 Earnings Gr %
>50%	153	5%	27.93	23.17	5.33	17.09	0.66	28.06	63.83
30%~50%	124	4%	33.74	22.49	4.05	14.89	0.63	23.29	58.85
10%~30%	204	7%	37.48	21.98	3.04	11.50	0.68	16.11	61.26
0%~10%	223	7%	39.71	22.39	2.84	11.10	0.61	11.97	36.12
<0%	2325	77%	56.43	22.92	2.80	9.29	0.61	5.65	17.39

尽管有些蓝筹股的估值目前看还不那么贵，但我们还是担心有太多机构投资者已经拥有了它们。我们相信在中盘股中的一些优质公司股票会在 2018 年后期和 2019 年跑出来。我们筛选出了在 2017 年由于股价回调而显得有吸引力的一些中盘股（表 2）。这些公司的平均 ROE 达到 17%，平均盈利增长为 23.8%，而远期市盈率仅为 18.6 倍。我们一直致力于寻找这样的细分行业龙头。我们相信均值回归很可能会带动这些有巨大价值的中盘股迎头赶上。

表 2:

2016 PE	2018 PE(E)	PB	ROE	Div Yield	Mkt Cap (bn RMB)	2017 Q1~Q3 Earnings Gr %
45.88	18.61	4.14	17.05	0.78	9.56	23.80

从战略上讲，我们一直致力于运用自下而上的选股方法寻找具有以下特点的个股：

- 估值便宜的蓝筹股和高质量的中盘股；
- 各细分行业的龙头和潜在龙头，同时具有国内和国际竞争力；
- 创新领导者或整合者；
- 新的长期方向的受益者；
- 拥有定价权，可以从通胀中受益的公司；
- 全球比较下，估值有吸引力的股票；

2018 年我们将继续关注以下四大投资主题：

### 拥有定价权的消费升级领域

- **白酒和调味品：**正如我们去年预测的那样，我国的 CPI 在 2017 年全年都保持上升趋势，随着大宗商品价格的不断上涨，我们并不认为的 2018 年通胀会大幅缓解。定价能力较强的高端白酒及酱油等调味品将在通胀环境中收益，因为它们可以提高销售价格而不会产生更多的成本。
- **豪华车和住宅领域的售后和增值服务：**随着消费升级，过去几年的豪华车销售和住宅地产销售快速增长。相应的，豪华车的售后增值服务和物业管理服务需求也在增加，相关的 4S 店和具有定价能力的物业管理公司具有很大的发展空间。
- **国内旅游和连锁酒店：**

- ✓ 旅游景区是稀缺的资源，是整个旅游产业链中最核心的一环。经营景区的优质公司可以获取稳定现金流，并通过涨价来抵御通货膨胀。
- ✓ 中国酒店的连锁化率只有大约 20%，远低于美国同类酒店市场 70%左右的连锁化率。由于龙头连锁酒店公司具有显著的成本和品牌优势，我们相信他们将最受益于蓬勃发展的旅游需求。
- **教育：**教育产业正从消费升级和放开独生子女政策的趋势中受益，我们认为高质量的教育是一个需求强劲的稀缺资源。在我国各类教育中，我们认为市场规模达到人民币 6,500 亿元的 K12 课后辅导行业最容易规模化，潜力巨大。
- **定制及功能性家具：**
  - ✓ 随着工业 4.0 的应用，定制家具开始可以批量化生产。由于行业渗透率仍然很低，市场容量巨大，我们认为定制家具行业具有很大潜力。另外，目前行业的集中度也很低，CR5 只有 15%左右，龙头企业将长期受益。
  - ✓ 近年来，功能性沙发越来越受到消费者的欢迎，渗透率持续提高。但截至 2016 年，中国功能性沙发的市场渗透率仍刚超过 10%，而在美国，这个比率已经达到 40%。

我们相信从长远来看，家具行业将更加集中，龙头企业将能够占据更多的市场份额。
- **个人护理产品：**随着可支配收入的增加，中国家庭的纸巾消费每年约增长 10%，面巾纸的增长速度更高。与此同时，由于中国对生产企业的环保要求越来越严格，小型纸制品工厂将面临关闭，行业将继续整合，向大企业集中。
- **医疗设备：**在医疗设备行业的各个细分市场中，由于产品供应不足，公众健康问题及社保覆盖面低等因素制约，家用医疗器械和体外诊断（IVD）领域仍处于较低的普及率阶段。该市场未来将主要受以下三个因素的驱动：（1）人口老龄化日益加剧；（2）人均可支配收入增加；（3）公众健康意识和社保覆盖面越来越大；
- **内容专利：**现如今中国人开始愿意为高质量的内容付费，这在手机游戏，在线视频，音乐等领域中可见一斑。人们对内容的质量越来越挑剔，也更倾向于获得有知识产权保护的内容。因此，我们相信成熟的内容提供商将凭借其卓越的开发能力和丰富的知识产权内容，继续获得市场份额。

## 工业 4.0

作为世界制造业中心，中国十分关注工业 4.0 这一新趋势，并于 2015 年推出了相对应的国家智能制造战略。我们认为在工业 4.0 浪潮中，以下几类行业及技术正在逐步形成并大有可为，它们是：先进制造技术，传感器和测试，云计算，大数据分析，网络安全，人工智能（AI），半导体相关制造商。详情请参阅彬元资本 2017 年 11 月月报。

## 可延伸的基础设施

基础设施相关市场总是有巨大的潜力，永远不能被忽视。我们将在 2018 年关注以下可延伸的基础设施领域。

- **工程机械:** 2016 年中国工程机械行业开始触底反弹, 挖掘机 2017 年前 11 个月的销量同比上涨 99.2%。我们认为持续低库存水平及旧机更换周期的到来将继续支撑该行业 2018 年的复苏。同时, “一带一路”也为中国工程机械公司带来了进入全球市场的机会。
- **电网:** 根据“十三五”电力发展规划和我们自己的测算, 2016 年至 2020 年电网投资约为 1.64 万亿元人民币。配电自动化是监测配电网中电流电压, 并向诸如开关和变压器等远程单元发出指令的关键升级技术。然而, 配电自动化过去在中国投资不足, 到 2015 年普及率只有 20%。我们预计到 2020 年, 由于可再生能源, 分布式电力系统和电动汽车的发展需要, 配电自动化普及率将达到 90%。
- **铁路:** 由于高铁建设周期的波动影响, 2016 年和 2017 年上半年中国高铁 (CRH) 招标量大幅下滑。2017 年第四季度以来, 招投标已逐步恢复正常。我们预计复苏将延续到 2018 年, 未来三年 CRH 的年需求量将超过 400 组。此外, 城轨的增长也将在 2020 年前全面加速。
- **5G:** 为了应对移动数据流量的爆发性增长和大量设备的通讯连接, 中国将集中投资 5G 建设。基站, 尤其是微基站需要升级并应用新技术。在美国, 数据中心的升级已经带来了光模块的强烈需求, 我们认为中国也会如此。由于传输速度较高, 光模块也是 5G 的关键部件。从 2018 年到 2020 年的三年间, 100G 的光模块市场总规模将达到 400 亿美元左右。

### 先进的连接终端

随着物联网的发展, 一切都趋向于相互连接, 智能终端的升级需求将大幅增长。终端可以多种形式呈现, 如可穿戴设备, 甚至无人驾驶飞行器。目前最具扩展性的终端包括手机, 家用电器和汽车。

- **手机:** 虽然智能手机普及率提高的高峰已经过去, 但智能手机的升级没有停止, 比如对更好更小的组件的升级需求。
  - ✓ **全面屏:** 2018 年, 智能手机全面屏的普及率将像 2017 年的双摄那样迅速提升。为了制作全面屏, MOB (板上成型) 或者 MOC (芯片上成型) 的封装技术, 激光切割技术, 以及更小的元器件都是必需的。
  - ✓ **3D 感应:** 随着苹果在 iPhone X 上应用 Face-ID, 3D 感应将来可能成为智能手机解锁和安保解决方案。据 OPPO 透露, 他们将在 2019 年前在其产品上应用 3D 感应技术, 整个硬件供应链中最有价值的部分是 VCSEL (垂直腔面发射激光器) 芯片。
  - ✓ **5G:** 移动系统的射频元件将被广泛应用, 如天线、功率放大器等, 相关企业, 特别是龙头企业将受益于 5G 的发展。
- **Home Appliances: 家电:**
  - ✓ 在 2008 - 2012 年“家电下乡”中销售的家电现在开始陆续进入更换周期。同时, 西式家电 (如洗碗机, 烤箱, 消毒器, 集成灶等) 的普及率也将不断提高, 惠及越来越整合的家电行业。
  - ✓ 随着人工智能和物联网的发展, 未来几年家电的相关升级将会加速。
- **Automotive: 汽车:**
  - ✓ **电动汽车:** 由于环保和能源结构调整的原因, 我们认为中国的电动汽车发展势不可挡。我们更倾向于在产业链上享有更好地位的电池材料、设备和关键零部件等相关企业。



- 
- ✓ **智能汽车：**除了电动汽车的发展之外，智能汽车（ICV）是汽车行业的另一个明显趋势。根据发改委 2018 年 1 月发布的“智能汽车发展战略”，到 2020 年，ICV 将占新车销量的 50%。受益标的大致可以分为两类：（1）“智能”相关，如汽车的传感，控制和执行端部件；（2）“车联”相关，如 5G，北斗导航，高精度地图等。

➤ **公司介绍:**

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

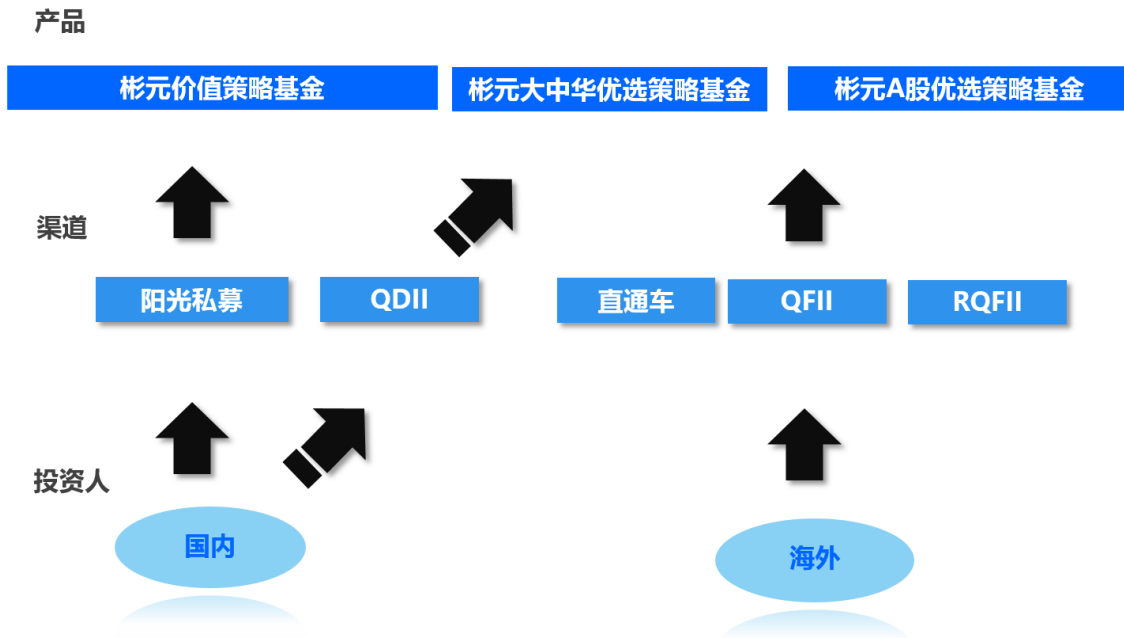
彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

【彬元资本】微信公众号：  
binyuancapital



➤ **产品架构:**



**联系方式:**

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: [CR@binyuancapital.com](mailto:CR@binyuancapital.com)