

## 道路崎岖——二季度市场展望

### 市场波动预计将延续至 2Q18

我们预计 2Q18 市场前路崎岖，因一些主要风险因素，包括对加息力度加大及流动性趋紧的担忧、人民币相对强势加上市场震荡、港币弱势以及对贸易保护主义的担忧重新浮现等，可能令估值承压，并引发市场波动。尽管如此，我们认为增长质量改善的**主要投资逻辑**仍然不变。继 2 月份的市场回调之后，估值压力目前已略有释放。进入 4 月份，随着经济活动开始复苏，盈利韧性强的板块或将重获动能。

### 流动性收紧或令估值承压

近来，市场对美国今年可能加息四次的担忧上升，10 年期美国国债收益率徘徊靠近 3% (2013 年的高位)。继 2 月份中国 CPI 同比增长 2.9% 的数据公布之后，华泰经济学家预计中国央行上调基准利率的可能性增加。通过比较当下和 2013 年的情况，我们认为利率的快速上升可能不利市场整体估值。由于风险偏好下降，与香港本地/外资股相比，中资股的估值下降幅度可能更大。我们认为，市场需求对利息上升的敏感度较低（必需消费品、耐用消费品和服装、软件和医疗）、现金充裕、和受益于高利率（银行和保险）的板块或能提供避风港。此外，人民币保持强势，加上市场的波动可能导致短期南下资金流入放缓。港币弱势可能引发关于香港市场流动性收缩的担忧。同时，我们认为贸易保护主义也可能导致市场情绪低迷，以及通胀上升。

### 稳健的增长支撑市场表现

根据往年的经验，中国/香港市场通常会在“两会”过后启动上涨行情。可能的原因是 4 月份经济活动开始回暖；在业绩期及“两会”过后，市场将对政府及企业的全年目标形成更清晰的预期。我们的主要逻辑仍然不变，即增长质量有望改善—包括利润率改善、净负债率下降及金融板块盈利能力提升。市场估值已经回到 2017 年底的水平。恒生指数目前的估值为 12.0 倍 12 个月预期 PE，相对 2017 年底下滑 1.7%。恒生国企指数目前的估值为 8.2 倍预期 PE（剔除加入 P 股及红筹股的影响后为 8.0 倍），而 2017 年底的预期 PE 为 7.9 倍。我们认为受流动性收紧影响，今年总体市场估值上行的空间非常有限，具有增长韧性的板块可能跑赢。

### 板块推荐及策略首选

我们继续青睐受益于家庭消费结构性变化、新经济及国企降杠杆等长期结构性变化的投资主题。我们看好：1) 耐用消费品及服装、必需消费品、医疗、软件及航空板块，因为其增长对利率的敏感性更低；2) 现金充裕的企业；3) 将受益于利率上行的银行和保险板块；以及 4) 部分 PB 较低、ROE 有所改善的油气。我们最看好的个股包括广汽集团、申洲国际、永达汽车、周大福、中石油、招商银行、中信银行、石药集团、南方航空和腾讯。

英文报告全文：[China Strategy — Riding on a bumpy road – 2Q18 market outlook \(2018.03.19\)](#)

吕程

策略研究员

+86 21 2897 2057

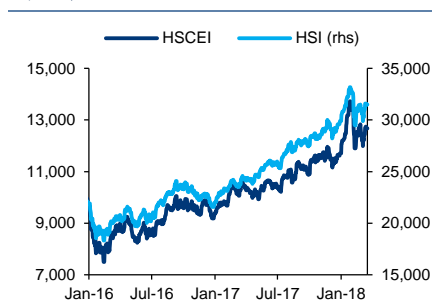
lvcheng@htsc.com

### 策略重点推荐

Company	Code	TP (HKD)	Rating
GAC	2238 HK	24.00	BUY
Shenzhou	2313 HK	84.00	BUY
Yongda	3669 HK	16.50	BUY
Chow Tai Fook	1929 HK	10.60	BUY
PetroChina	857 HK	7.00	BUY
CMB	3968 HK	44.56	BUY
China CITIC Bank	998 HK	6.03	BUY
CSPC Pharma	1093 HK	23.40	BUY
CSA	1055 HK	12.70	BUY
Tencent	700 HK	498.50	BUY

资料来源：华泰香港研究预测

### 指数表现



资料来源：华泰香港研究预测

目表1. 华泰策略首选股票

Ticker	Name	Industry Group	Rating	Total mkt cap (USDmn)	Price (local)	Target price (local)	2018E PE (x)	2018E EPS growth (%)	2018E PB (x)	2018E ROE (%)	2017E div yield (%)
238.HK	Guangzhou Auto Group	Automobiles & Components	BUY	23,325	17.72	24.00	7.3	19.9	1.3	22.0	3.4
2313.HK	Shenzhou	Consumer Durables & Apparel	BUY	15,355	80.10	84.00	21.2	18.9	4.3	21.3	2.3
3669.HK	Yongda Auto Service	Retailing	BUY	2,172	9.28	16.50	6.2	22.6	1.6	28.1	3.9
1929.HK	Chow Tai Fook	Retailing	BUY	11,349	8.90	10.60	19.2	18.4	2.5	13.6	3.5
0857.HK	PetroChina	Energy	BUY	216,525	5.32	7.00	16.6	105.7	0.7	4.0	1.8
3968.HK	China Merchants Bank	Banks	BUY	117,946	33.85	44.56	8.4	17.0	1.3	16.3	3.1
0998.HK	China CITIC Bank	Banks	BUY	46,015	5.55	6.03	4.7	16.0	0.5	11.5	4.8
1093.HK	CSPC Pharmaceutical Group	Pharmaceuticals, Biotechnology	BUY	15,962	20.05	23.40	33.3	30.1	8.0	26.9	0.7
1055.HK	CSA	Transportation	BUY	16,534	10.16	12.70	6.8	64.8	1.3	21.4	1.8
0700.HK	Tencent Holdings Ltd	Software & Services	BUY	563,531	465.20	498.50	43.7	33.7	11.6	30.6	-

注: 数据按 3 月 16 日收盘价

资料来源: FactSet, 华泰香港研究预测

**分析师声明**

本报告所表达的观点准确地反映了分析员对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。 吕程

**重要披露**

华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是 HTSC 的全资子公司(HTSC 是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司,中文公司名称为华泰证券股份有限公司,在香港以 HTSC 名义开展业务)。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其关联公司已经、正在及/或可能会充当为本报告中提及或建议的公司之债券市场作价者。

**华泰香港投资评级标准**

时间段: 报告发布之日起6个月内

基准市场指数恒生中国企业指数(以下简称基准)

**股票评级**

**买入:** 股价超越基准 15%以上

**持有:** 股价相对基准波动在 -10%~15%之间

**卖出:** 股价弱于基准 10%以上

**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测,以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**行业评级**

**增持:** 行业股票指数超越基准

**中性:** 行业股票指数基本与基准持平

**减持:** 行业股票指数明显弱于基准

如有需要,可向华泰金融控股(香港)有限公司索取进一步资料。

**一般披露**

仅发送给《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者客户。

本文件仅发送给阁下供参考,不得翻印或分发给其它人士。

本文件所载资料由华泰金融控股(香港)有限公司编制和发表,而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨在为华泰金融控股(香港)有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC 和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股(香港)有限公司的书面同意,不得翻印、分发或传达本文件(无论整份或部分)给其它人士。若获华泰金融控股(香港)有限公司准许转发,收件人须在转发前获取独立的法律意见,以确定该转发符合当地适用法规的要求。

华泰金融控股(香港)有限公司不是美国金融业监管局(FINRA)的注册会员,其员工或其他服务提供者亦没有在 FINRA 注册为 FINRA 的研究分析师。

本文件(i)供阁下作个人参考之用,我们并非以此作任何招揽;(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法,本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约;(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股(香港)有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料,并非为提供个人投资建议,也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料,包括信贷评级机构的评级;除非事先获第三方的书面许可,不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、时间性或是否可以使用,华泰金融控股(香港)有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任,同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证,包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律责任。信贷评级为意见陈述,并非事实陈述,或购买、持有或销售证券的推荐意见,也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导,不应作为投资意见般倚赖。

本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况,这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引,该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外,模拟情况乃基于模型及简化的假设推断,当中可能有过分简化的情况,也不反映未来回报的分派。本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准,并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股(香港)有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证,阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股(香港)有限公司概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见),阁下也不应作为专业意见般倚赖;亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股(香港)有限公司非阁下的顾问,也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况,若适用,应寻求专业意见,包括税务意见。

投资者在作出投资决定时,应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素,因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股(香港)有限公司出版很多不同种类的研究产品,其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见;一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见,不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头,也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓,或买卖这些金融产品。华泰金融控股(香港)有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件提述的证券的发行人的融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股(香港)有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人,华泰金融控股(香港)有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者;华泰金融控股(香港)有限公司也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股(香港)有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股(香港)有限公司透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

**法律实体披露**

**中国:** HTSC 具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为: Z23032000。

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格,经营许可证编号为: AOK809。

©版权所有 2018 年华泰金融控股(香港)有限公司

地址: 香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室

电话: +852 3658 6000

传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk/