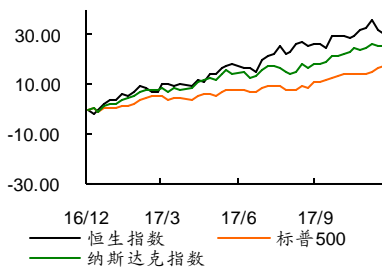


港股策略
2018 港股投资策略报告

2017 年 12 月 11 日

一年该行业与恒生指数、标普 500、纳指走势比较

海外市场专题


相关研究报告:

- 《腾讯控股-0700.HK-腾讯 Q3: 游戏是最大亮点》
——2017-11-16
- 《三七互娱-002555-2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 游戏研运一体化持续深化验证龙头地位》
——2017-10-31
- 《游族网络-002174-2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 游戏研运一体化持续深化》
——2017-10-31
- 《顺网科技-300113-2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 泛娱乐生态圈快速落成中》
——2017-10-31
- 《恺英网络-002517-2017 年三季报点评: 爆款游戏贡献丰厚利润, 全年业绩高速增长确定性》
——2017-10-30

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382
 E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

慢牛徐行还是前扬后抑?

● 5 轮美联储加息周期表明, 加息中期大盘见高点的概率大

我们列数了自 80 年代 5 轮美国升息与股市的关系: 平均加息 6.4 次 (平均加息 150BP) 之后, 大盘见顶。大多数时期, 大盘的顶点都是在加息周期的初、中期出现的。大盘不必要在加息周期结束后见底, 它往往在加息周期中后期形成底部, 如果大盘的短期跌幅较大, 像 87 年的黑色星期一, 也可能在加息初期就形成底部。唯有百年一遇的科网泡沫, 大盘在加息周期结束后数月见底。2018 年上半年, 本轮加息将达到 150BP, 届时须密切留意利率表现。

● 2018 年 GDP、上市企业盈利增速放缓, 全年看多国内债市

我们预计 2018 年 GDP 实际同比增速稳中有落, 将会在 6.5-6.7% 之间; CPI 重心走高, 中枢平均在 2-2.5% 之间; 预计 PPI 平均水平将在 3-3.5% 之间。鉴于此, 我们认为明年中国的利率中枢将下移。结合我们对美股、A 股、港股的上市企业 EPS 增速统计, 我们认为 2018 年企业盈利增速也将低于 2017 年, 这源于 2017 年的高基数效应。

● 无论慢牛徐行还是前扬后抑——上半年是实现收益率的关键

从 2-3 年的角度看, 港股具备慢牛的基础: 1) 估值不高, 诸多行业 A/H 折价; 2) 大量创新公司的 IPO; 3) 南下资金比例放大; 4) 定位大陆的“国际板”, 但就 1 年的时间看, 由于美联储加息+GDP 增速/上市企业利润增速放缓, 可能阻碍大盘估值进一步提升。市场健康的走法是慢牛徐行, 然而, 在牛市特征中的美股和港股, 倘若明年上半年估值修复太快, 龙头公司估值进一步抬高, 则可能走出我们不愿看到的前扬后抑的走势。因此, 无论怎样, 我们认为明年上半年, 将会是奠定全年收益率水平的关键时刻。

● 2018 年不应忽视的是国际原油价格

石油开采业是油价上涨的最直接受益者; 而煤炭作为石油替代品可间接得益于国际油价走高对能源价格的推动作用; 石油加工、炼焦及核燃料加工业主要产品包括汽油、柴油、煤油等成品油及化工原料等石油制品, 其作为相对上游行业也将受益于原油价格上涨。原油价格的上涨可能压缩橡胶及塑料制品行业、纺织服装行业、航空运输业等下游行业的利润空间。

● 投资建议

我们看好**原油板块**的复苏; 行业估值有望进一步抬升的**银行板块**; 盈利能力转好的**电信运营商**。在**医药领域**, 关注最具创新优势和长线价值的医药个股, 在创新方面, 我们看好**云计算**及云的上游光器件、**3D 结构光**。网络应用方面, 我们认为吃鸡游戏可能会成为 2018 年的现象级产品。

● 风险提示

1、美联储加息和降税带给港股流动性趋紧的风险; 2、局部战争以及战争预期带来的恐慌; 3、宏观经济增长不达预期的风险。

投资摘要

全球处在一个超级货币宽松的周期（80年代-今）已逾30年。从2000年以后，货币政策不再是主动未雨绸缪而是被动的应对危机。08年金融危机之后全球利率水平已经降无可降（英格兰银行称5000年最低），因此，自2015年11月，美联储开启了历史上时间跨度最长的、艰难的、必要的升级周期。

判断大盘的方向，有两个独立的出发点，一是时间，二是价格。从80年代至今的5轮加息周期来看，在升息周期的中期，往往是股市见到年级别的高点的时间，我们测算平均升息150BP大盘见顶。依此，我们须留意2018年上半年，本轮升息将会走到累计150BP的“敏感区域”。另一方面，我们对A股、港股、美股的盈利增速测算，美股的EPS增速高点是今年2季度，A股是今年3季度，港股是今年4季度（因为港股没有3季报），由于基数效应，三大市场明年EPS的增长率会缓过今年。也就是说，从流动性水平（加息）以及盈利（上市企业EPS增速）两个角度看，三大市场2018年都难于估值的进一步提升；从估值的角度，目前港股的估值为历史平均水平，也低于美股与A股。地产、汽车、科技（主要是腾讯以及手机产业链）、保险经历了两年的估值修复，龙头公司估值已经显著高于历史平均水平，而银行、原油、电信运营商则低于历史平均水平，后者依旧存在估值修复的空间。

这样，导致了以下的判断：

从2-3年周期来看，港股依旧处在一个估值上修，企业盈利改善的牛市中，它的投资价值显著：1) 期间有大量的A/H折价标的；2) 像腾讯控股、港交所这类的A/H中独一无二的标的；3) 新股IPO，尤其是科技创新类的标的如众安在线、阅文集团、易鑫集团不断的丰实了港股面向新经济的特征；4) 以及未来的“创业板”等政策红利；5) 国内南下资金占比的不断抬升。因此，港股的未来定位为大陆的“国际版”是充分而恰当的，也是大陆经济全球化与国际化，在金融领域连接世界的旗帜。

而站在1年的角度，我们还需关注估值修复的速度。倘若市场经历短暂的调整之后，2018年上半年以较快的速度完成了对绝大多数板块的估值修复，这就不得不警惕下半年至2019年上半年的回吐压力——它可能来自1) 房地产新开工低于预期而带动的上游诸多行业的回落，进而对金融板块估值压制；2) 美国加息带动的英国、欧洲央行跟随而带来的资金流出效应；3) 部分龙头公司估值较高，EPS增速低于预期；4) 国内明年国债收益率振荡下行而阻碍了对银行的息差抬升预期；5) 原油价格上涨可能导致的通胀压力。

结合以上两方面意见，我们对港股明年的总体判断是：健康的走法是慢牛徐行，不健康的走法是前扬后抑。然而，在牛市特征中的美股和港股，让我们相对倾向于后一种走势。如果这样，明年上半年，将会是奠定全年收益率水平的关键时刻。

主线上，如果今年的主线是经济复苏，聚焦龙头；明年可能要关注的是均值回归——高估值龙头无法再高，低估值的标的则有回补空间，此外，不应忽视原油价格的波动对诸多行业以及美元汇率的影响。

科技创新方面，我们认为云计算、3D结构光、手机并行运算（NPU）将是2018年的三大方向。云计算大幅提升算力和企业的效率，3D光将连接虚拟与现实，NPU是实现终端AI的基础保证。

内容目录

海外：美联储升息周期中的美股市场表现	6
港股：A股的基本面，美股（全球）的资金面	6
抬不起的利率：我们是否还能回到从前？	8
美联储升息周期中的美股市场表现	10
国内：预计 2018 年 GDP 增速略降，国债收益率将呈现逐步下降态势	13
地产投资：大概率见顶回落	13
汽车行业：2018 年销量增速约为 0-3%，低于 2017 年（4%左右）	13
对 2018 年宏观经济判断：稳中有落	14
上市企业：基数效应的压力将于 2018 年逐步显现	16
A 股：高基数压力将于明年显现	16
美股：比中国的经济恢复更弱一些	17
港股：2017 年报将是净利润增速高点	18
2018 港股大盘：指数先高后低	19
2018 年投资建议：看好金融、原油、电信、医药，创新关注云计算、3D 结构光	22
原油：价格稳步向上，抬升板块估值	22
金融：行业的估值水平将进一步修复，推荐银行、保险板块	25
电信：运营商盈利能力大幅转好，中国移动的稳定性更佳	26
医药：关注最具创新优势和长线价值的医药港股	28
电子：3D 光学与 NPU 是 2018 年的创新元年	31
计算机：云计算、云服务是 2018 年的主旋律	35
互联网：吃鸡游戏有望成为 2018 年的“LOL”级产品	38
部分公司一览	40
风险提示	41
国信证券投资评级	43
分析师承诺	43
风险提示	43
证券投资咨询业务的说明	44

图表目录

图 1: 恒生、标普、上证三大指数涨幅.....	6
图 2: 恒生、标普、上证三大指数走势.....	6
图 3: 港股现货市场参与者的属地.....	7
图 4: 外资交易者十年分布趋势.....	7
图 5: 港股通成交占比.....	8
图 6: 标普 500 与 10 年期、1 年期国债收益率.....	8
图 7: 美元指数.....	8
图 8: 标普 500 走势 (以盎司黄金计算).....	9
图 9: 5000 年来最低的利率水平.....	9
图 10: 83.3-84.5 加息周期.....	10
图 11: 83.3-84.5 加息周期的指标统计.....	10
图 12: 87.1-89.5 加息周期.....	11
图 13: 87.1-89.5 加息周期的指标统计.....	11
图 14: 94.2-95.2 加息周期.....	11
图 15: 94.2-95.2 加息周期的指标统计.....	11
图 16: 99.6-00.5 加息周期.....	11
图 17: 99.6-00.5 加息周期的指标统计.....	11
图 18: 04.4-06.6 加息周期.....	12
图 19: 04.4-06.6 加息周期的指标统计.....	12
图 20: 05.12-? 加息周期.....	12
图 21: 05.12-? 加息周期的指标统计.....	12
图 22: 房地产销售与投资累计同比走势图.....	13
图 23: 房地产投资与土地投资增速走势图.....	13
图 24: 2017 年全年预计增速 4%.....	13
图 25: 2016、2017 年月度销量及增速.....	13
图 26: 中性假设条件下的 CPI 走势预期.....	14
图 27: 猪价已经处于下降大周期中.....	14
图 28: PPI 定基数指数走势图.....	15
图 29: 中美十年国债收益率对比.....	15
图 30: 全 A 股的利润增速 (整体法).....	16
图 31: 标普 500 的利润增速 (整体法).....	17
图 32: 港股的利润增速 (整体法).....	18
图 33: 恒生、国企指数估值 (PE).....	19
图 34: 恒生、国企指数估值 (PB).....	19
图 35: 腾讯 PE-band.....	20
图 36: 碧桂园 PB-band.....	20
图 37: 吉利汽车 PE-band.....	20
图 38: 舜宇光学科技 PE-band.....	20
图 39: 瑞声科技 PE-band.....	20
图 40: 中国平安 PB-band.....	20
图 41: 建设银行 PB-band.....	21
图 42: 汇丰控股 PB-band.....	21
图 43: 中国石油 PB-band.....	21
图 44: 中国移动 PB-band.....	21
图 45: 2007-2017 各板块估值水平 (PBLF).....	22
图 46: 长期看原油价格主要由需求决定.....	23
图 47: 石油化工行业产业链重点环节示意图.....	23
图 48: 原油价格与石油开采业利润高度正相关.....	24
图 49: 原油价格与煤炭业利润正相关.....	24
图 50: 原油价格与石油加工、炼焦及核燃料加工业正相关.....	24
图 51: 原油价格与橡胶和塑料制品业利润负相关.....	24
图 52: 原油价格与纺织服装业利润负相关.....	24
图 53: 原油价格与航空运输业利润负相关.....	24
图 54: 中国石油 PB-band.....	25
图 55: 中国石化 PB-band.....	25

图 56: 商业银行不良率、不良贷款同比增速	25
图 57: 银行业不良率	25
图 58: 港股五大国有银行平均 PB 水平	26
图 59: 电信运营商的收入增速明显恢复	26
图 60: 新增移动电话用户数明显高过 15、16 年	26
图 61: 三大运营商资本开支	27
图 62: 中国移动 PB-BAND	27
图 63: 中国电信 PB-BAND	27
图 64: 医药各环节相关政策及影响	28
图 65: 医药行业收入和利润增速趋势	28
图 66: SW 医药生物板块营收和净利润增长曲线 (亿元)	29
图 67: 医药工业主营收入利润率变动曲线	29
图 68: 安进公司发展沿革 (亿美元)	29
图 69: 安进公司股价与 PE	30
图 70: iphone X 众多前置传感器	32
图 71: 3D 相机 3 种主流方案对比	32
图 72: 3D 成像成长预计 (百亿美元)	32
图 73: 3D 成像相与 2D 成像在产业链上的比较	32
图 74: 人工智能芯片的生态体系	33
图 75: 典型集成电路比较	34
图 76: 可重构计算芯片与 ASIC、FPGA 的差别	34
图 77: 可重构计算芯片架构	35
图 78: 可重构计算与经典计算的比较	35
图 79: 美国人均 GDP/中国人均 GDP	35
图 80: 中国 GDP/美国 GDP 比例	35
图 81: 决定 2025 年经济的 12 大颠覆技术	36
图 82: 2015-2021 全球 SAAS 市场规模 (十亿美元)	36
图 83: 中国公有云市场规模 (十亿美元)	36
图 84: 金山云收入 (百万元)	36
图 85: 阿里云营收 (百万元)	36
图 86: 金蝶云的发展目标, 复合增长率 60%	37
图 87: 数据通讯市场收入 (百万美元)	37
图 88: 光纤、传感、LED、机器视觉的市场规模	37
图 89: 鸿腾精密的光模块产品	38
图 90: 昂纳科技集团的重点客户	38
图 91: 《绝地求生》宣传海报	38
图 92: 胜利宣言“吃鸡”走红网络	38
图 93: 《绝地求生》玩家数大幅领先其他游戏	39
图 94: steam 市场热门物品首页均为《绝地求生》饰品	40
图 95: 《荒野行动》暂时成为手游端“吃鸡”领跑者	40
表 1: 恒生指数与美股 (标普 500) 与 A 股 (上证综指) 的相关性	6
表 2: 香港中资股统计	7
表 3: 美联储的几次加息	10
表 4: A 股 wind 一级行业净利润增速 (整体法)	17
表 5: 标普 500 wind 一级行业净利润增速 (整体法)	18
表 6: 港股 wind 一级行业净利润增速 (整体法)	19
表 7: 两桶油的估值水平	25
表 8: 港股通国有银行估值	26
表 9: 中美主要电信运营商估值对比	27
表 10: A/H 市值 500 亿元人民币以上公司 2017 年度涨幅及估值 (截至 2017 年 11 月 30 日)	30
表 11: 部分公司估值和成长情况	31
表 12: 标的一览	41

海外：美联储升息周期中的美股市场表现

港股：A股的基本面，美股（全球）的资金面

研究港股市场的难度是，这个市场中存在三类不同的标的：国内企业，香港企业，海外企业；存在三类不同的投资人：海外投资人，香港投资人，大陆投资人。因此，港股在长期的走势中，始终保持了和美股、A股较强的关联性。

图 1：恒生、标普、上证三大指数涨幅



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：恒生、标普、上证三大指数走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从 1990 年有上证指数开始计算，港股市场与美股、A 股的相关性基本相当。在 2001-2004，由于恒生指数的内银股较少，港股走的是牛市行情，而 A 股走的是熊市行情，2005 年内银股上市之后，港股与 A 股的相关性逐渐走强，与美股的相关性逐渐走弱，但港股目前还是与美股的相关性更强：这是因为，港股的投资人海外占比更高，在他们的投资体系中，港股是新兴市场的一员。而在国内资金的眼中，港股是估值更低的 A 股。因此，海外资金会按照新兴市场的判断来配置港股，而国内资金则是按 A/H 的联动性来配置港股。

表 1：恒生指数与美股（标普 500）与 A 股（上证综指）的相关性

	1990-今	2000-今	2007-今	2012-今	2015-今
港股：美股	0.84	0.71	0.62	0.66	0.67
港股：A 股	0.87	0.77	0.56	0.55	0.62

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

我们以沪港通标的为例。2004 年之前，沪港通标的的中约有 131 家非大陆企业，62 家大陆企业，大陆企业占比为 32%，目前，442 家沪港通标的的中，大陆企业 162 家，非大陆企业 280 家，大陆企业占比提升至 36%。

从全市场来看，H 股+红筹也在提高。2005 年，H 股+红筹仅有 194 只，而今天，这个数量达到了 408 只，十二年的时间提升了一倍有余。从市值来看，中资股的合计占比为 37%（腾讯既不属于 H 股，也不属于红筹），若加上腾讯，占比约为 50%。可以预见的是，随着越来越多的大陆企业赴港 IPO，港股未来将会演变为中国证券市场的“国际板”，大陆企业数量、市值在港股的占比将会越来越高。

表 2: 香港中资股统计

年月	上市证券(只)			市值(百万港元)			市值占比(%)		
	H股	红筹	合计	H股	红筹	合计	H股占比	红筹占比	中资股合计占比
2017	250	158	408	6,564,606	5,575,696	12,140,302	20.36	17.29	37.65
2016	241	153	394	5,323,122	4,912,347	10,235,470	21.50	19.84	41.34
2015	229	145	374	5,164,639	5,150,701	10,315,340	20.92	20.86	41.79
2014	202	133	335	5,729,658	5,228,021	10,957,679	22.85	20.85	43.70
2013	181	120	301	4,912,536	4,828,400	9,740,937	20.43	20.08	40.51
2012	172	106	278	4,896,001	4,839,058	9,735,058	22.30	22.05	44.35
2011	163	105	268	4,101,271	4,002,525	8,103,796	23.38	22.82	46.21
2010	152	100	252	5,230,479	4,385,972	9,616,451	24.82	20.81	45.63
2009	140	95	235	4,713,479	3,868,695	8,582,173	26.37	21.64	48.02
2008	134	92	226	2,731,739	2,875,895	5,607,635	26.53	27.93	54.45
2007	128	92	220	5,079,515	5,524,438	10,603,954	24.54	26.69	51.23
2006	120	89	209	3,378,740	2,952,371	6,331,112	25.33	22.14	47.47
2005	104	90	194	1,286,916	1,710,797	2,997,713	15.73	20.92	36.65

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 从市场参与者的属地划分来看, 2016 年中国内地占比 21.5%, 而排名靠前的地区是英国、美国、欧洲、中国内地、新加坡。中国内地资金占比从 2006-2009 年前后的 8-10% 左右, 放大到目前的 22% 左右。

图 3: 港股现货市场参与者的属地



资料来源: 港交所, 国信证券经济研究所整理

图 4: 外资交易者十年分布趋势



资料来源: 港交所, 国信证券经济研究所整理

这主要得益于沪港通、深港通的开通, 港股通成交占比已经提升至 2017 年 11 月的 14% 左右的水平, 一方面, 从零到 14%, 这已经是快速的、巨大的飞跃; 另一方面, 大陆资金在港股依然处在“影响者”而非“领导者”的地位。或许我们在个别时间、个别板块上对香港市场的走势可以做到了然于胸, 但是我们对香港市场的理解可能还远未透彻, 因为我们无法尽然把握市场各种资金的动向, 它们更多的来自英国、欧洲、美国、新加坡、台湾...我们把港股, 近似的比喻成“A 股的基本面+海外的资金面”。

图 5: 港股通成交占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

抬不起的利率：我们是否还能回到从前？

美国 16%的国债收益率水平（1981）已经成为尘封的历史，利率的持续走低，成就了股市的几十年的长牛。美元凭借充当世界货币，通过 1)与黄金脱钩；2)多次的量化宽松，实现了对世界财富的聚敛。

图 6: 标普 500 与 10 年期、1 年期国债收益率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从 1985 年美元指数（兑欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗、瑞士法郎的强弱水平）见 164 点之后，在长达三十二年的时间里，一浪弱过一浪，这也是美元贬值的直接例证。

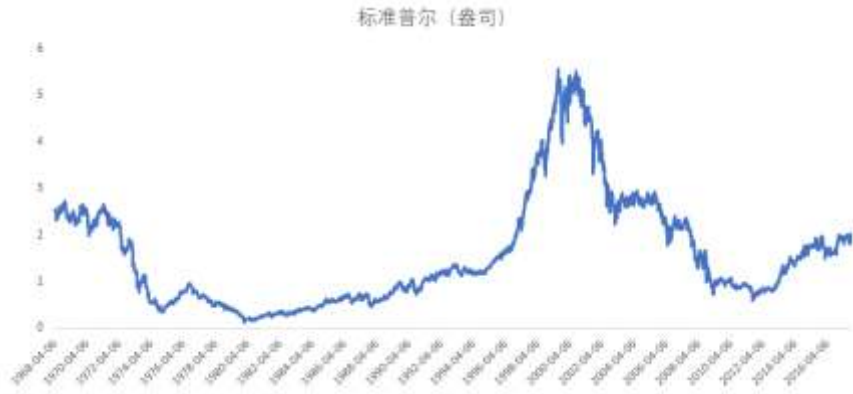
图 7: 美元指数



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

当我们把最熟悉的，标普 500 指数用另一种货币单位——盎司黄金来计量，从 1968 年美元和黄金脱钩开始，一个或许打破我们认知常识的事实是：标普 500 并非涨了 30 多倍，而是下跌了 26%！那么这些年，标普 500 家公司共同成长的过程里，到底给市场赚到“钱”了么？

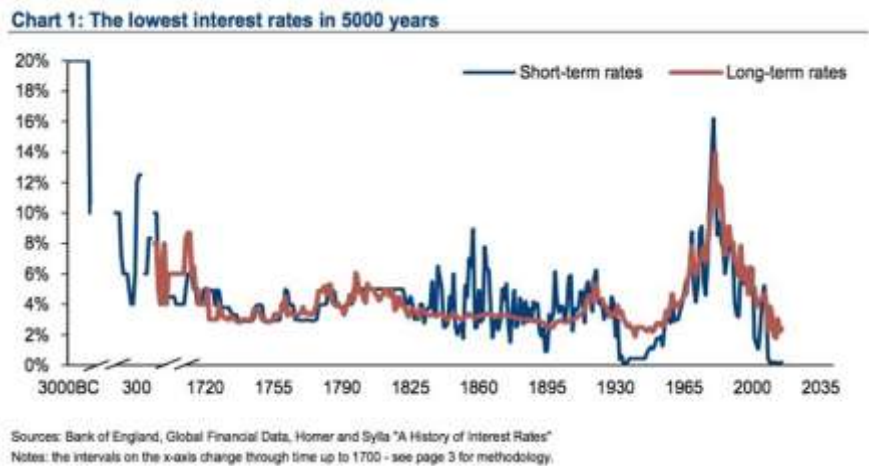
图 8: 标普 500 走势 (以盎司黄金计算)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

英格兰银行在 2016 年发布了一个名为“5000 年来最低利率”的观点，阐述了从 3000 年前的美索不达米亚文明的 20% 的利率水平到 2016 年美元的不到 1% 的利率水平，结论是当下全球利率水平处在 5000 年来最低。

图 9: 5000 年来最低的利率水平



Sources: Bank of England, Global Financial Data, Homer and Sylla "A History of Interest Rates"
Notes: the intervals on the x-axis change through time up to 1700 - see page 3 for methodology.

资料来源: 英格兰银行, 国信证券经济研究所整理

从 80 年代之后，货币政策总是为经济保驾护航，每一次经济危机，股市大跌，似乎政府，以及政府影响下的美联储，就成了量化宽松的代言人，如果说 87 年的黑色星期一发生后，美联储还在犹豫中继续保持加息（而在 89 年才开始缓慢降息），那么 2000 年的科网泡沫，就成了经济与股市绑架美联储的开始。2000 年之后，每一次危机后的半年到一年，都是美联储降息通道的开始，速度一次快过一次，幅度一次高过一次。尽管，在经济恢复时美联储也会小心翼翼的加息，但利息水平似乎更像一个背着沉重包袱的老者，步履蹒跚，一浪低过一浪。于是，金融市场似乎自反饋式的产生了一个新的“依赖式”的逻辑：经济不好，美联储不会愉快的加息，于是股票上涨；经济好了，上市企业 ROE 改善，股票继

续上涨！似乎，这个新的逻辑中认为，在万般不确定中，最值得信赖的，也是最确定的因素就是美联储——就像容忍孩子犯错的父母一样，她总是呵护市场，不会丢下孩子不管的！

美联储升息周期中的美股市场表现

我们认为，目前对香港以及全球市场影响比较大的资金面的潜在利空是全球处在一个升息周期中。因此有必要简要的回顾历史上美股的升息周期带给市场的一些影响。从 80 年代至今，美联储共有 6 轮加息。分别起始于是 1983 年、1987 年、1994 年、1998 年、2003 年、2015 年。我们将每轮时间跨度、起点终点利率、加息次数列表如下。

从幅度上看，每轮加息的利率平均上升水平在 3-4%（除了 2000 年本来升息周期遭遇了科网泡沫而戛然而止）；

从时间跨度上看，本轮将会是时间间隔最长的一次加息周期，我们暂以 2019 年 12 月作为加息终点，本轮加息周期时间跨度将持续 49 个月。正因为如此，本轮股票市场的牛市持续时间已经 8 年之久。

表 3: 美联储的几次加息

开始	结束	跨度(月)	起点利率	终点利率	利率变化	以 25BP 加息计算次数	平均加息间隔(月, 以目前 25BP 计算)	实际加息次数
1983-03	1984-08	17	8.50	11.50	3.00	12	1.4	10
1987-01	1989-05	29	5.88	9.81	3.94	16	1.8	18
1994-02	1995-02	12	3.25	6.00	2.75	11	1.1	7
1998-11	2000-05	18	4.75	6.50	1.75	7	2.6	6
2003-06	2006-06	37	1	5.25	4.25	17	2.2	17
2015-12	2019-12	49	0.25	2.75-3.25	2.5-3	10-12 次	4.9	?

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

83 年首次加息到大盘(标普 500)见顶间隔为 7 个月, 期间加息 7 次, 87.5BP, 1Y 国债高点(收益率低点, 下同)时间提前股市 9 个月, 10Y 国债高点时间提前股市 7 个月。加息 9 次, 累计幅度 200BP 大盘见低点(而不是在加息周期结束之后)。

图 10: 83.3-84.5 加息周期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 83.3-84.5 加息周期的指标统计

83.3-84.05 加息周期			
加息起点	1983-03		
SP500 指数高点时间 (开始加息至大盘见顶)	1983-10	加息次数	7
期间加息幅度		期间加息幅度	0.875
1Y 国债高点时间	1982-12	提前于股市高点间隔	9
10Y 国债高点时间	1983-02	提前于股市高点间隔	7
SP500 指数低点时间 (开始加息至大盘见底)	1984-07	加息次数	9
期间加息幅度		期间加息幅度	2.00
1Y 国债低点时间	1984-06	提前于股市低点间隔	1
10Y 国债高点时间	1984-05	提前于股市低点间隔	2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

87 年首次加息到大盘(标普 500)见顶间隔为 3 个月, 期间加息 3 次, 87.5BP, 这里爆发了著名的“黑色星期一”, 标普 10 月 19 日当天跌幅超过了 20%! 1Y 国债高点时间提前股市 12 个月, 10Y 国债高点时间提前股市 12 个月。由于跌幅过于快速而有幅度, 因此加息 3 次, 累计幅度 85BP 大盘见低点。1Y 和 10Y 国债低点都滞后于股票低点 17-18 月。

图 12: 87.1-89.5 加息周期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 87.1-89.5 加息周期的指标统计

87.1-89.05加息周期			
加息起点	1987-01		
SP500指数高点时间	1987-08	1990-6-5	
(开始加息至大盘见顶) 加息次数	3		
期间加息幅度	0.875		
1Y国债高点时间	1986-08	提前于股市高点间隔	12
10Y国债高点时间	1986-08	提前于股市高点间隔	12
SP500指数低点时间	1987-10	1990-10-11	
(开始加息至大盘见底) 加息次数	3		
期间加息幅度	0.875		
1Y国债低点时间	1989-03	提前于股市低点间隔	-18
10Y国债高点时间	1989-02	提前于股市低点间隔	-17

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

94年首次加息到大盘(标普500)见顶几乎同步。1Y国债高点时间提前股市16个月, 10Y国债高点时间提前股市4个月。加息3次, 累计幅度75BP后大盘见低点。1Y和10Y国债低点都滞后于股票低点8-9月。

图 14: 94.2-95.2 加息周期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 94.2-95.2 加息周期的指标统计

94.2-95.02加息周期			
加息起点	1994-02		
SP500指数高点时间	1994-01		
(开始加息至大盘见顶) 加息次数	0		
期间加息幅度	0		
1Y国债高点时间	1992-09	提前于股市高点间隔	16
10Y国债高点时间	1993-09	提前于股市高点间隔	4
SP500指数低点时间	1994-04		
(开始加息至大盘见底) 加息次数	3		
期间加息幅度	0.75		
1Y国债低点时间	1994-12	提前于股市低点间隔	-9
10Y国债高点时间	1994-11	提前于股市低点间隔	-8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

99年首次加息到大盘(标普500)见顶间隔为9个月, 期间加息5次, 100BP。1Y国债高点时间提前股市17个月, 10Y国债高点时间提前股市18个月。加息6次, 累计幅度125BP之后, 遭遇了著名的科网泡沫大崩盘, 打乱了美联储的加息节奏, 也是数次加息周期幅度最小的一次。美联储在2001年转向大规模放水, 依然未能阻止跌跌不休的股市。1Y和10Y国债低点提前于股票低点29-33月。

图 16: 99.6-00.5 加息周期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 99.6-00.5 加息周期的指标统计

99.6-00.05加息周期			
加息起点	1999-06		
SP500指数高点时间	2000-03		
(开始加息至大盘见顶) 加息次数	5		
期间加息幅度	1.00		
1Y国债高点时间	1998-10	提前于股市高点间隔	17
10Y国债高点时间	1998-09	提前于股市高点间隔	18
SP500指数低点时间	2002-10		
(开始加息至大盘见底) 加息次数	6		
期间加息幅度	1.25	(之后再降)	
1Y国债低点时间	2000-05	提前于股市低点间隔	29
10Y国债高点时间	2000-01	提前于股市低点间隔	33

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

美国从互联网泡沫的泥沼中走出后, 04年首次加息到大盘(标普500)见顶间隔为52个月, 期间加息17次, 400BP。1Y国债高点时间提前股市52个月,

10Y 国债高点时间提前股市 53 个月。这轮经济复苏的很好，即便加息也未把股市压制，直到加息结束，股市才开始了大溃退——2008 年金融危机。

图 18: 04.4-06.6 加息周期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

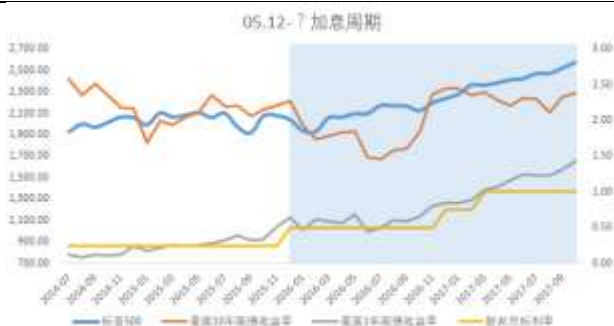
图 19: 04.4-06.6 加息周期的指标统计

04.4-06.6 加息周期			
加息起点	2004-06		
SP500 指数高点时间	2007-10		
(开始加息至大盘见顶) 加息次数	17		
期间加息幅度	4.00		
1Y 国债高点时间	2003-06	提前于股市高点间隔	52
10Y 国债高点时间	2003-05	提前于股市高点间隔	53
SP500 指数低点时间	2009-03		
(开始加息至大盘见底) 加息次数	17		
期间加息幅度	4.00		
1Y 国债低点时间	2006-06	提前于股市低点间隔	33
10Y 国债高点时间	2006-06	提前于股市低点间隔	33

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

本轮加息起始于 2015 年 12 月，分别在 2015-12-17 日加息 25BP、2016-12-15 日加息 25BP、2017-03-16 加息，25BP、2017-06-15 日加息 25BP。截至 2017 年 11 月份，加息 4 次，合计 100BP。

图 20: 05.12-? 加息周期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 05.12-? 加息周期的指标统计

05.12-? 加息周期			
加息起点	2015-12		
SP500 指数高点时间			
(开始加息至大盘见顶) 加息次数			
期间加息幅度	1.00		
1Y 国债高点时间	2014-08	提前于股市高点间隔	
10Y 国债高点时间	2016-07	提前于股市高点间隔	
SP500 指数低点时间			
(开始加息至大盘见底) 加息次数			
期间加息幅度			
1Y 国债低点时间		提前于股市低点间隔	
10Y 国债高点时间		提前于股市低点间隔	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

以上，我们总结一下加息对美国股票市场影响：

- 1、大盘见顶：从几次经验总结，平均加息 6.4 次（平均加息 150BP）之后，大盘见顶。只有一次，在经济增长非常强劲（2004-2006 年）的时候，可以在加息周期中大盘一直涨，当然后来遭遇的回撤是巨大的；而大多数时期，大盘的顶点都是在加息周期的初、中期出现的；
- 2、国债与大盘：每次都是国债提前大盘见顶（收益率见底），但是提前的时间较难估量；
- 3、大盘见底：大盘不必要在加息周期结束后见底，它往往在加息周期中后期形成底部，如果大盘的短期跌幅较大，像 87 年的黑色星期一，也可能在加息初期就形成底部。唯有一次，科网泡沫，大盘在加息周期结束后数月才见底。

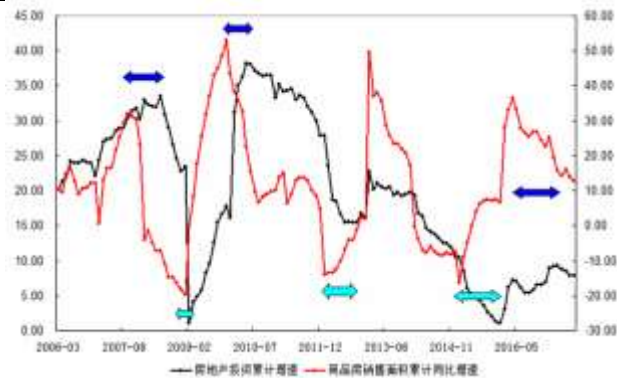
国内：预计 2018 年 GDP 增速略降，国债收益率将呈现逐步下降态势

地产投资：大概率见顶回落

房地产投资的取向是当前市场分歧最大的项目，部分投资者认为房地产投资增速还将继续上行的主要原因在于：库存低以及土地出让情况较好。从土地成交价值累计同比增速来看，其整体仍然处于相对高位。

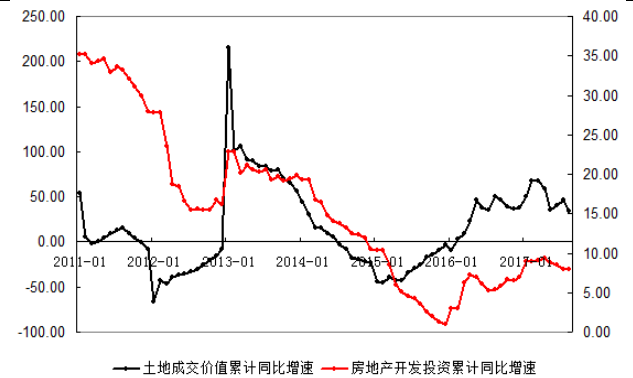
而从销售增速领先于地产投资的角度出发，基于商品房销售已于 2016 年 3 月触顶回落，我们认为房地产投资大概率已经见顶回落。

图 22: 房地产销售与投资累计同比走势图



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 房地产投资与土地投资增速走势图

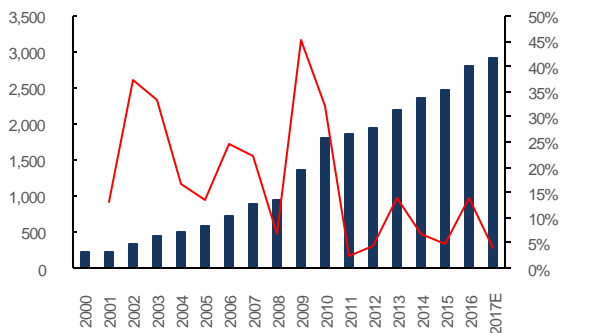


数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

汽车行业：2018 年销量增速约为 0-3%，低于 2017 年（4%左右）

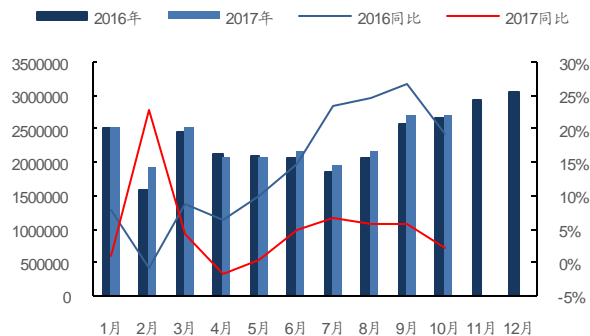
回顾：17 年 1-10 月汽车消费低迷。2017 年 1-10 月，汽车产销累计分别完成 2295.68 万辆和 2292.71 万辆，同比分别增长 4.27% 和 4.13%。相比去年而言，2017 年汽车工业增速显著回落，主要受购置税减半政策退坡影响，2017 年消费热情不高（尤其是 1.6L 及以下车型销量增速下滑明显），2017 年全年增速预期在 4% 左右，销量或达 2900 万辆。

图 24: 2017 年全年预计增速 4%



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 25: 2016、2017 年月度销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

2018 年，在消费提前释放和 2017 年的高基数背景下，销量增速或将持续放缓，但整体仍然维持正增长预期。我们预计 2018 年销量增长区间在 0%-3%，具体增

速预期取决于购置税政策的走向，若明年仍然维持 7.5%的购置税，2018 年预期销量增速接近 3%；若明年购置税回升至 10%，2018 年预期销量增速接近 0%。

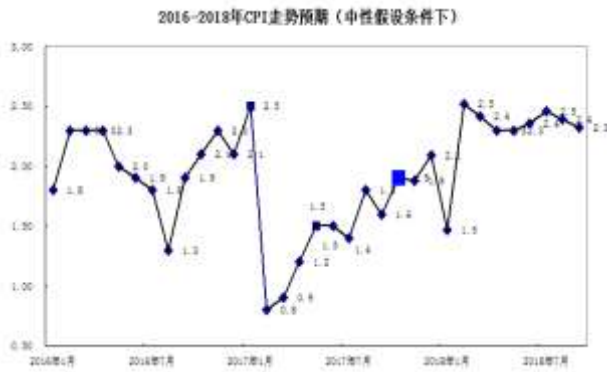
对 2018 年宏观经济判断：稳中有落

对于 2018 年三类重要的经济指标，我们的判断如下：

- 1、GDP 实际同比增速：2018 年 GDP 同比增速稳中有落，将会在 6.5-6.7%之间；
- 2、CPI：居民消费价格指数（CPI）重心走高，2018 年 CPI 中枢平均在 2-2.5%之间，但是环比增速应该弱于季节性；
- 3、PPI：工业品价格指数（PPI）具有最大的不确定性，通过情景分析，我们预计 2018 年 PPI 平均水平将在 3-3.5%之间。

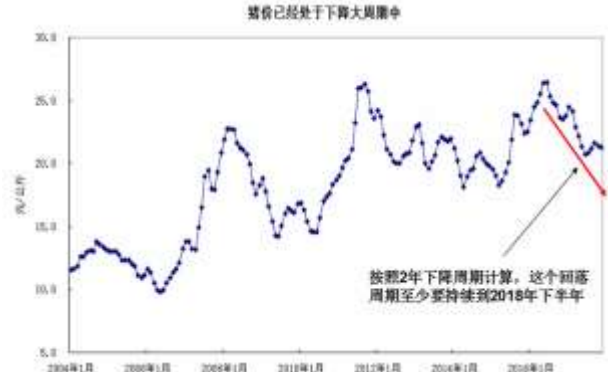
纵观 2017 年全年，CPI 的平均增速可能在 1.5%左右。在中性假设条件下，根据我们的预测，2018 年 CPI 的平均水平约为 2.3%，但目前正处于以猪价为代表的食品下行周期中，实际水平大概率弱于中性假设预期，而按照 2 年的下降周期来看，这一回落至少会持续到 2018 年下半年。因此，在考虑猪价等因素后，我们认为 2018 年 CPI 中枢平均在 2-2.2%之间，低于中性假设预期。

图 26: 中性假设条件下的 CPI 走势预期



数据来源：WIND、国信证券经济研究所预测

图 27: 猪价已经处于下降大周期中



数据来源：WIND、国信证券经济研究所预测

对于 PPI 在 2018 年究竟会处于什么水平，我们可以借鉴两个历史极致乐观水平：

- 1、如果当期阶段的“供给收缩”效应强于 2008 前的“需求扩张”效应：这一种情况下，2018 年定基指数会到 134，那么 2018 年 PPI 的平均增速可能会在 3.2%左右的水平。
- 2、如果当期阶段的“供给收缩”效应强于 2011 年前的“四万亿”效应：2018 年定基指数在这一情况会到 138，那么 2018 年的 PPI 平均增速约为 4.5%。

而对于上述两种非常乐观的情景假设来说，真实的水平应该在其基础上下调，因此，基于这一判断，我们预计 2018 年 PPI 平均水平在 3-3.5%之间。

图 28: PPI 定基数指数走势图



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

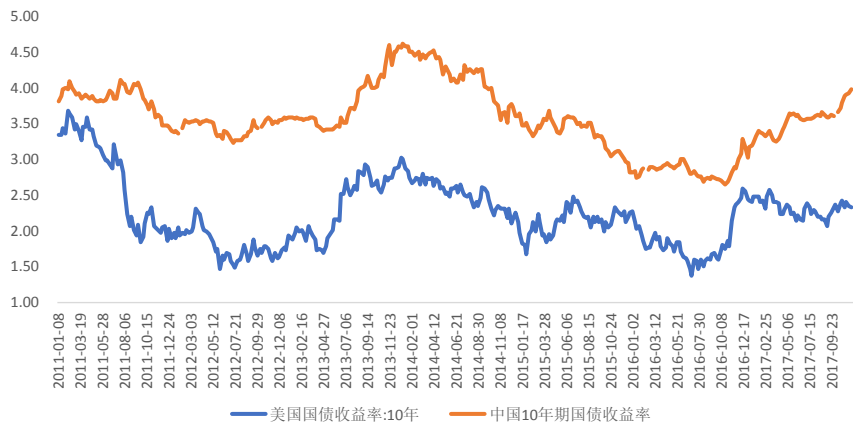
从历史的统计关系来看, GDP 平减指数与 CPI 和 PPI 的线性关系大致如下:

$$\text{GDP 平减指数} = 0.8 * \text{CPI} + 0.2 * \text{PPI}$$

而根据上述分析, 年度来看, 若 CPI 从 1.5% 的水平回升到 2.2% 左右的水平, PPI 从 6.4% 的水平下降至 3.5% 左右的水平; 那么 CPI 的回升将会拉升 GDP 平减指数约 0.5 个百分点, 而 PPI 的下降将会拉低 GDP 平减指数约 0.6 个百分点。综合来看, 根据 CPI 和 PPI 变化合成的 GDP 平减指数增速很可能将于 2018 年出现下降, 而如果 GDP 实际增速稳中有降, 则整体 GDP 名义增速将比 2017 年有所回落。

由于, 由于 2017 年中国经济复苏强于美国, 加之两次加息及金融加强监管等诸多原因, 导致了中美息差持续扩大, 但我们认为这一趋势将会在 2018 年初终结。原因是: 1) 国内经济在 2018 年将会增速放缓; 2) 强金融监管导致了今年的阶段性的利率水平上移;

图 29: 中美十年国债收益率对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

上市企业：基数效应的压力将于 2018 年逐步显现

A 股：高基数压力将于明年显现

由于港股大多数企业不公布三季报，为了审视中国经济自下而上在季度上的盈利同比情况，我们选择了全 A 股 2755 家上市企业利润增速作为辅助观察。由于 2016 年，实体经济的基数较低，从 2017 年，以地产、汽车、周期品为代表的行业形成正向拉动，2017 年 Q1 上市公司利润增速达到了 22%，扣除两桶油的影响，同比利润增速为 17%，Q1-Q2 为 17%，Q1-Q3 为 19%，市场预期全年将落在 15%（对已有分析师覆盖的 1825 家企业的预测净利润加总，主要是剔除一些小市值公司与 ST），但我们认为该数字可能略微保守，最后的数字大约落在 17% 左右。

因此，我们倾向性得到如下结论：A 股上市企业利润增速于 Q3 见顶，Q4 的同比增速低于 Q3。如果审视 2016 年的 Q2、Q3、Q4 的数据，2017 年 Q1-Q3 的增速较快主要是去年的低基数造成的，从 2016 年 Q4 开始，基数抬高，因此 2017 年的 Q4 至 2018 年的 Q3 连续四个季度同比压力将逐步显现。

图 30：全 A 股的利润增速（整体法）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

如果分行业来看，材料、能源、工业、电信服务四个行业 2017 年 Q1 净利润增速大幅提高，按照历史平均水平测算，该三个行业将在明年 Q1 开始面临利润增长压力；公用事业、金融今年增速低于历史平均水平，2018 年增长压力不大。信息技术、医疗保健在 2017 年增速逐季度抬高，因此在明年 Q1-Q2 期望能够保持相对的高增长；房地产、可选消费、日常消费为历史平均水平，明年有望保持。

简言之：上游行业、中游行业明年一季度增长压力开始显现，下游行业的增长压力在明年下半年。金融与公用事业净利润增长压力最小。

表 4: A 股 wind 一级行业净利润增速 (整体法)

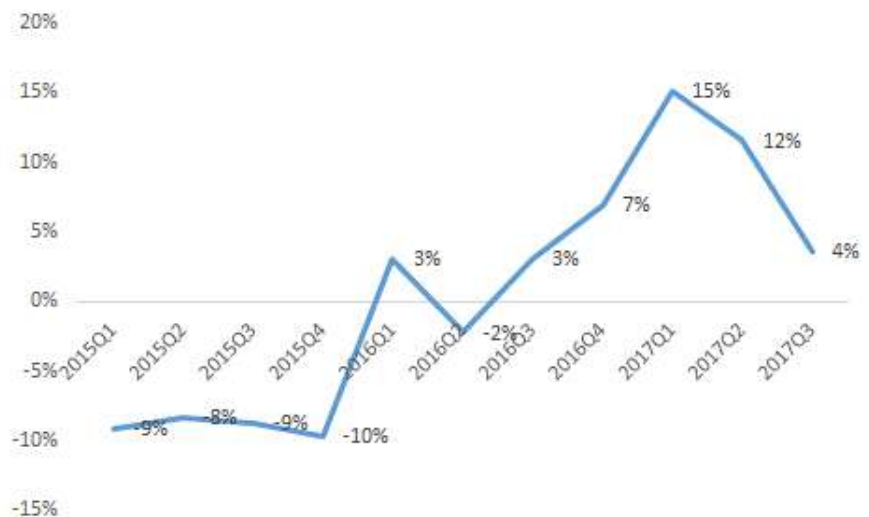
	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
金融	16%	21%	15%	12%	-3%	-7%	-3%	-3%	5%	5%	6%
房地产	17%	44%	26%	19%	45%	20%	32%	36%	31%	28%	23%
医疗保健	28%	29%	40%	25%	37%	27%	24%	18%	5%	15%	24%
工业	19%	17%	7%	-1%	9%	2%	11%	13%	29%	35%	34%
材料	-34%	-19%	-60%	-107%	4%	49%	228%	-2542%	553%	155%	152%
可选消费	11%	17%	16%	12%	21%	16%	21%	19%	19%	17%	15%
日常消费	20%	14%	14%	13%	33%	34%	34%	28%	18%	9%	16%
信息技术	28%	42%	44%	19%	85%	58%	56%	26%	5%	18%	19%
公用事业	32%	29%	16%	13%	-5%	-9%	-8%	-6%	-37%	-36%	-26%
能源	-75%	-48%	-58%	-58%	-79%	-34%	-14%	14%	1575%	132%	121%
电信服务	-4%	5%	-21%	-12%	-78%	-74%	-74%	-91%	48%	54%	111%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

美股: 比中国的经济恢复更弱一些

美国市场也是如此。在 2017Q1, 标普 500 的利润增速为 15%, 2017 年 Q2 为 12%, 2017 年 Q3 为 4%。如果说中国企业的利润增速是 Q1-Q3 逐步抬高, 美国企业的利润增速则是 Q1-Q3 逐步下降。因此, 美国的经济复苏比中国更弱一些。

图 31: 标普 500 的利润增速 (整体法)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从各个行业来看, 能源和材料改善的较为明显, 而影响标普利润较大的几个板块金融的 Q3 增速放缓明显, 其他几个行业—可选消费下滑 (迪士尼、福特汽车等)、医疗保健下滑 (强生、吉列德科学等)、工业零增长 (通用电气、达美航空等), 日常消费较弱 (沃尔玛、可口可乐等), 信息技术表现尚好, 在信息技术中, 表现最好的二级行业是半导体行业, 今年 Q2-Q3 的增速为 100%左右 (intel、德州仪器、美光科技、英伟达等)。

表 5: 标普 500 wind 一级行业净利润增速 (整体法)

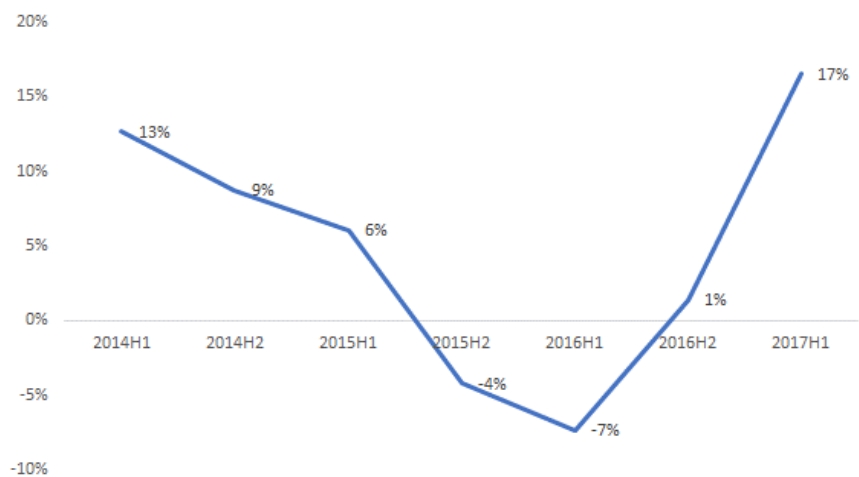
	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
[SP500]WIND 能源	-119%	-118%	-127%	-157%	-120%	-127%	10%	50%	160%	145%	189%
[SP500]WIND 材料	-62%	-42%	-51%	-65%	-149%	-64%	22%	34%	476%	367%	95%
[SP500]WIND 工业	-60%	-32%	-16%	-6%	130%	36%	12%	-2%	6%	0%	0%
[SP500]WIND 可选消费	2%	25%	17%	19%	19%	1%	2%	-1%	2%	-8%	-16%
[SP500]WIND 日常消费品	-12%	-7%	4%	1%	16%	13%	2%	18%	2%	3%	-3%
[SP500]WIND 医疗保健	15%	5%	13%	8%	13%	13%	19%	18%	-9%	-3%	-20%
[SP500]WIND 金融	21%	15%	14%	15%	-18%	-12%	-6%	-3%	16%	12%	2%
[SP500]WIND 信息技术	21%	11%	11%	7%	0%	-3%	-1%	4%	12%	3%	6%
[SP500]WIND 电信业务	-2%	-5%	-1%	93%	10%	-16%	-12%	-17%	-15%	22%	12%
[SP500]WIND 公用事业	47%	21%	1%	-26%	-13%	-17%	-4%	-13%	27%	15%	10%
[SP500]WIND 房地产	37%	52%	21%	2%	86%	23%	24%	31%	-40%	-22%	-14%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

港股: 2017 年报将是净利润增速高点

港股的利润增速在 2017H1 实现了 17% 的同比增长, 参照 Q3 国内企业的利润增速计算, 2017H2 还应更胜一筹。

图 32: 港股的利润增速 (整体法)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从港股 wind 一级行业净利润增速观察, 能源、材料在大宗商品价格强劲反弹的背景下增速较快, 工业、房地产因为低基数因素增长强劲, 信息技术在腾讯、半导体的带动下也有不俗的表现, 医疗保健、金融复苏明显但未超过 2014 年的水平。由于煤炭价格高企, 公用事业表现最差。电信运营商与日常消费、可选消费表现一般。按照分析师对覆盖的 474 家公司的前瞻预期, 2017 年全年利润增速 24%, 而 2018 年增速为 13%。也就是说, 港股在 2017 年 H2 将达到净利润增速高点, 而 2018 年 H1、2018 年 H2 净利润增速将逐季下滑。

表 6: 港股 wind 一级行业净利润增速 (整体法)

	2014H1	2014H2	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1
[HK]WIND 能源	3%	-18%	-52%	-67%	-78%	-22%	452%
[HK]WIND 材料	169%	188%	-134%	-353%	217%	162%	365%
[HK]WIND 工业	-10%	28%	81%	6%	-24%	2%	48%
[HK]WIND 可选消费	-4%	-4%	1%	-8%	-7%	7%	5%
[HK]WIND 日常消费	23%	21%	-33%	-37%	44%	48%	4%
[HK]WIND 医疗保健	12%	14%	36%	32%	11%	14%	17%
[HK]WIND 金融	11%	8%	13%	5%	-4%	-3%	6%
[HK]WIND 信息技术	6%	5%	-2%	-18%	7%	29%	27%
[HK]WIND 电信服务	-3%	-5%	0%	1%	0%	-6%	6%
[HK]WIND 公用事业	147%	88%	-44%	-27%	0%	-11%	-15%
[HK]WIND 房地产	-7%	9%	32%	3%	-32%	-8%	61%

资料来源 wind, 国信证券经济研究所整理

2018 港股大盘: 指数先高后低

2006 年-2007 年, 恒生综合指数的 PE 水平在 15-20 倍, PB 水平在 2-3 倍, 尽管港股自 2016 年涨到目前, PE 水平仅为 12.7, PB 水平仅为 1.3。因此, 与历史比较的恒生估值水平仅是平均水平。从长期讲, 港股处在一个更大的牛市里:

- 1、中国经济处在复苏中, 周期企业的盈利有利于上游企业降杠杆, 进而修复从上游到银行的资产负债表, 使得金融企业的估值长期抬高, 有助于提升大盘估值水平;
- 2、龙头公司的集中, 如保险、地产、汽车等行业的集中, 有利于抬升指数;
- 3、港股较 A 股的估值折价, 随着国内资金的不断南下, 以及未来资金面的进一步放开 (如早年曾提到的 QDII), 也有利于抬升市场估值。

图 33: 恒生、国企指数估值 (PE)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 恒生、国企指数估值 (PB)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

但是, 我们不认为这个过程将发生在明年。主要几点考量是:

- 1、全球的升息周期结束大概率落在 2019 年底-2020 年中。由于美 10 年期国债收益率并未形成向上突破, 但随着加息进入中后期, 向上突破 (如 2.8-3%) 又是早晚的事情, 而美股 8 年、港股 2 年的牛市将会 2018-2019 年的某个时间终结而转向一个数月级别的调整;
- 2、美股、A 股、港股明年的 EPS 增速都会有所下降, 2018 年国内由房地产、汽车拉动力量大幅减弱, 进而对上游周期品行业的需求下降, 使得经济在同比上表现不如今年;
- 3、目前的估值水平, 尤其是龙头公司的估值水平已经在市场预期的 2018-2019 年水平, 体现、部分体现了 2018-2019 年的增长。

如果我们拉出腾讯、碧桂园、吉利汽车、舜宇光学科技、瑞声科技、中国平安、建设银行、汇丰控股、中国石油、中国移动的估值水平，我们会发现：对于今年财报靓丽的公司：如腾讯、碧桂园、吉利汽车、舜宇光学科技、瑞声科技，它们的市值高点的估值水平都已经逼近或者超过了历史高位。尽管最近价格有所回调，但如果这些标的在 2018 年上半年反弹较快，则随着 2018 年 H1 的整体财报的增速压力，它们在全球升息周期中继续抬高估值难度较大。

图 35: 腾讯 PE-band



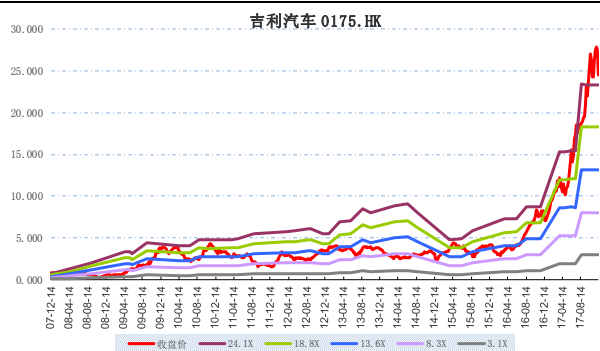
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 36: 碧桂园 PB-band



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 37: 吉利汽车 PE-band



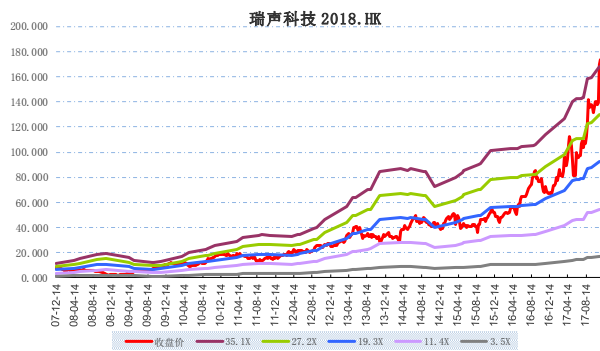
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 38: 舜宇光学科技 PE-band



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 39: 瑞声科技 PE-band



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 40: 中国平安 PB-band



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 41: 建设银行 PB-band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 汇丰控股 PB-band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 中国石油 PB-band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 中国移动 PB-band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 银行、原油、电信运营商、公用事业板块处在历史的中低水平, 对港股大盘又起到稳定剂的作用。

考虑到 2017 年 H2 将会是港股企业 EPS 增速的高点, 且目前在升息周期初期, 这是通常股市估值快速抬升的时候: 企业盈利改善, 资金面配合; 而年报季过后, 我们认为伴随着地产行业的新开工同比持平或下滑, 汽车销量可能略低于今年的可能, 带动上游的盈利增速放缓, 加之升息周期拉动长期国债收益率上行, 将大概率终结估值的上修, 进而股市将进入估值平稳或下降的调整期。

而另一方面, 由于龙头公司在 2017 年的估值溢价充分, 我们认为这种趋势在 2018 年全年将不可持续。相反, 一些增速高, 估值低的中小市值标的, 超跌之后, 因其较好的性价比, 将会受到南下资金和投资人的青睐。但值得注意的是, 这些中小市值标的对大盘指数的影响是较小的。

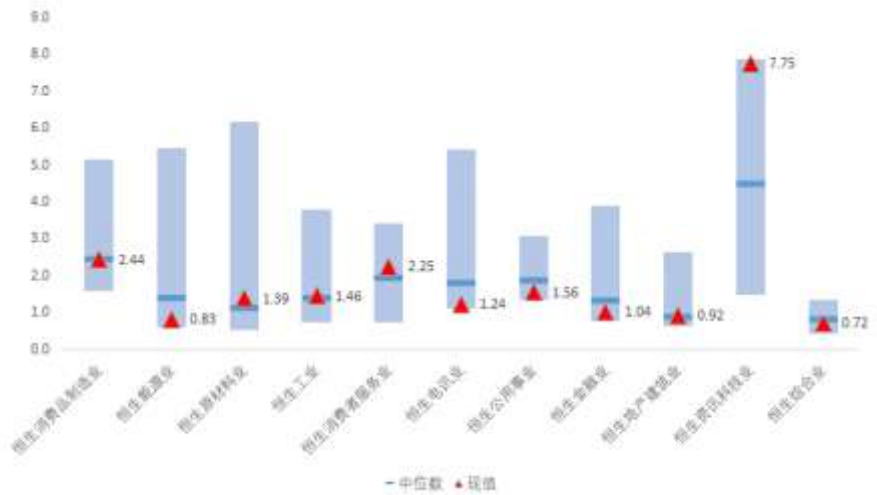
综上, 我们认为明年港股大盘有两种走法: 慢牛徐行 VS 前扬后抑。健康的走法是慢牛徐行, 不健康的走法是前扬后抑。然而, 在牛市特征中的美股和港股, 让我们相对倾向于后一种走势。

如果这样, 明年上半年, 将会是奠定全年收益率水平的关键时刻。

2018 年投资建议：看好金融、原油、电信、医药，创新关注云计算、3D 结构光

对比恒生一级行业的 10 年估值水平，目前低于历史平均估值水平的板块分别是能源、电讯、公用事业、金融、综合。

图 45: 2007-2017 各板块估值水平 (PBLF)

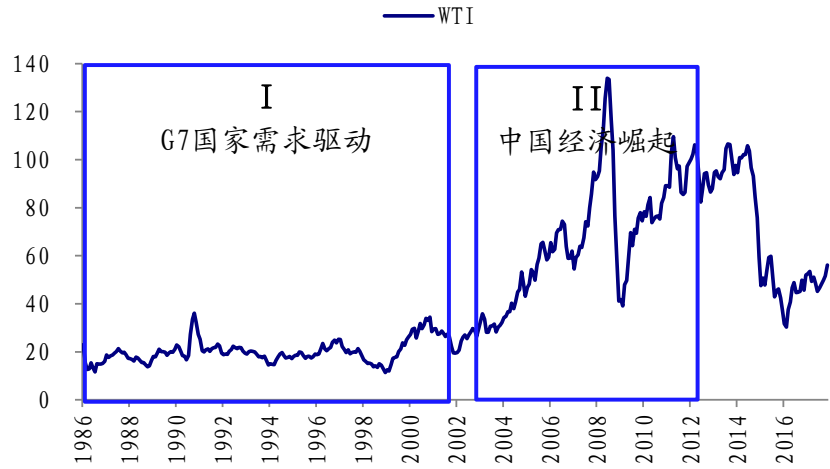


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

原油：价格稳步向上，抬升板块估值

历史经验数据显示，从长期趋势来看，原油价格的趋势性变化，在两次石油危机以后都是由需求而非供给驱动的。从 1986 年至 2002 年，原油的价格在近 20 年的时间里维持了区间震荡的走势，而这一时期原油的价格走势基本上完全由西方发达国家（G7 国家）的工业增速决定。2003 年以后，中国经济快速崛起，打破了之前原油的区间走势。2003 年至今的原油走势基本上是由中国的工业和投资增速决定的。目前全球经济处于复苏上行通道，原油需求有望继续上升，原油价格在未来一段时间将持续保持震荡上行趋势。

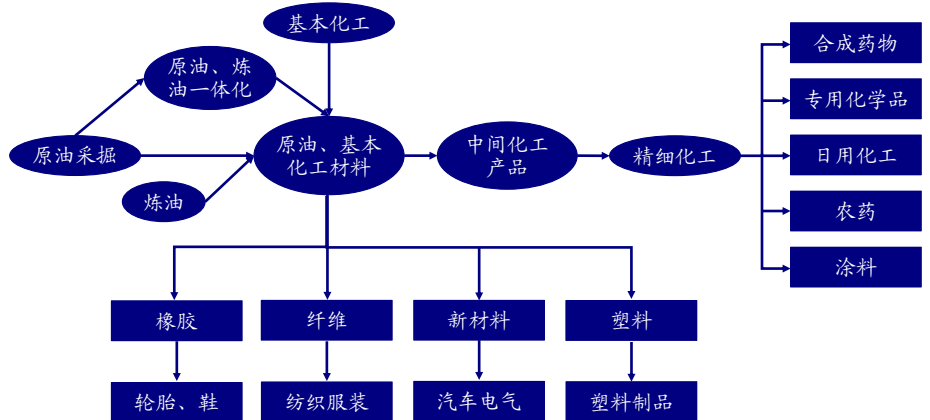
图 46: 长期看原油价格主要由需求决定



资料来源: 《价格理论与实践》、国信证券经济研究所整理

作为上游资源品,原油用途极为广泛,原油价格的变动通过产业链条可以将其影响传导至多个行业,对各行业的影响也不尽相同。

图 47: 石油化工行业产业链重点环节示意图



资料来源: 《价格理论与实践》、国信证券经济研究所整理

石油开采业是油价上涨的最直接受益者;而煤炭作为石油替代品可间接得益于国际油价走高对能源价格的推动作用;石油加工、炼焦及核燃料加工业主要产品包括汽油、柴油、煤油等成品油及化工原料等石油制品,其作为相对上游行业也将受益于原油价格上涨。

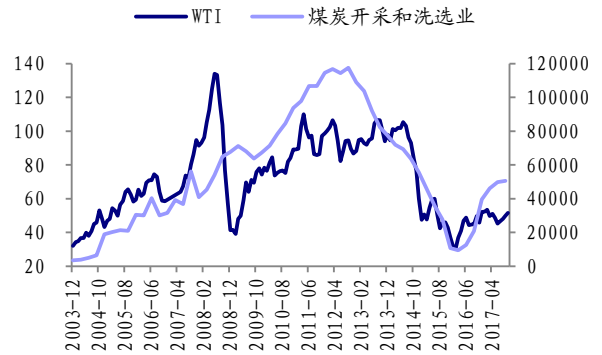
原油价格的上涨可能压缩橡胶及塑料制品行业、纺织服装行业、航空运输业等下游行业的利润空间。原油价格的上涨直接推高了橡胶及塑料制品行业及纺织服装行业的成本。航空运输业因航油占民航业成本四分之一以上,油价上升直接导致运营成本及费用大幅提升。

图 48: 原油价格与石油开采业利润高度正相关



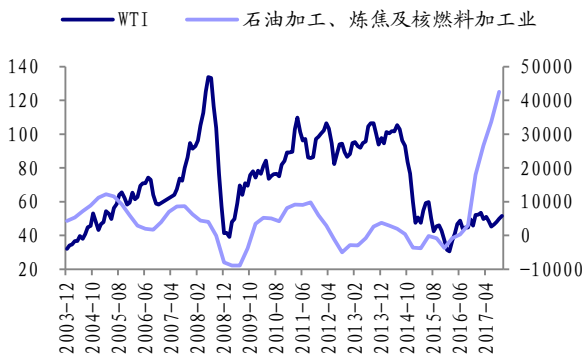
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 原油价格与煤炭业利润正相关



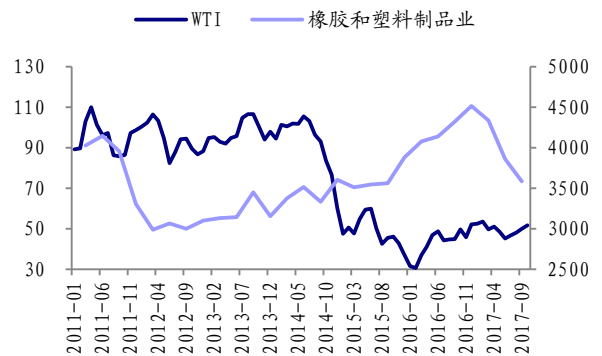
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: 原油价格与石油加工、炼焦及核燃料加工业正相关



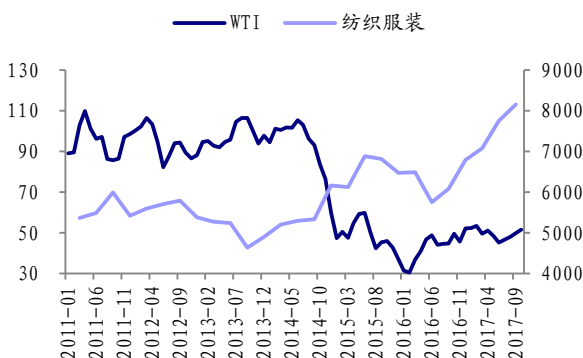
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 51: 原油价格与橡胶和塑料制品业利润负相关



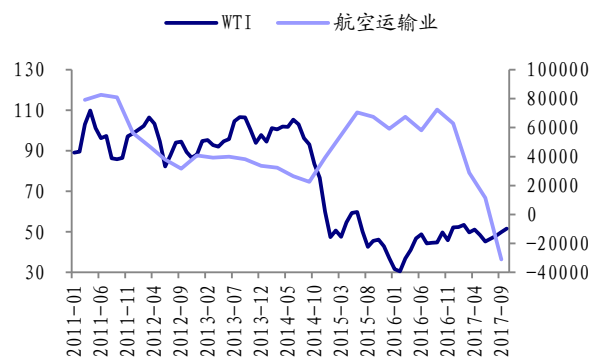
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 原油价格与纺织服装业利润负相关



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 53: 原油价格与航空运输业利润负相关



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

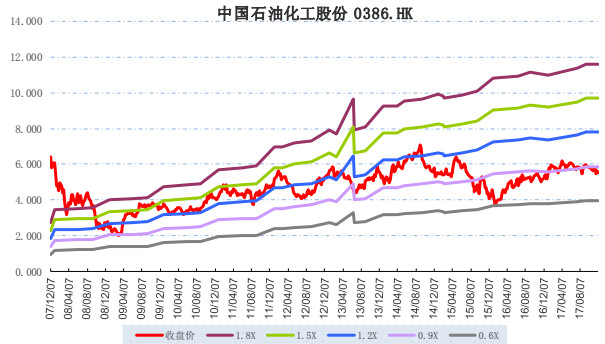
随着原油价格的复苏, 将有助于上市公司的估值修复。相对而言, 采掘占比更高的公司对原油价格的波动更加敏感, 潜在的弹性更强。

图 54: 中国石油 PB-band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 55: 中国石化 PB-band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 7: 两桶油的估值水平

代码	简称	一级行业	市值 (亿港元)	PE 2017	PE 2018	PB LF	16 股息率
0386.HK	中国石油化工股份	能源业 (HS)	8,206	11.06	10.10	0.79	5.27
0857.HK	中国石油股份	能源业 (HS)	16,726	27.38	19.71	0.68	1.31

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

金融: 行业的估值水平将进一步修复, 推荐银行、保险板块

几年前, 对银行业拖累较重是上游企业, 主要是煤炭、化工、钢铁等行业, 伴随这些行业的供给侧改革以及大宗商品的复苏盈利, 我们认为银行业的坏账率将会被有效控制并在合理范围并进一步下降。此外, 由于制造业和零售业, 主要是一些中小企业的不良贷款比例较高, 因此, 只要中国经济不遭遇严重通缩, 我们认为银行业的不良率会逐渐降低。

国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行中, 国有商业银行的不良率已经连续六个季度下降, 这时我们认为国有商业银行的 PB 可以进一步修复的基础。

图 56: 商业银行不良率、不良贷款同比增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 57: 银行业不良率



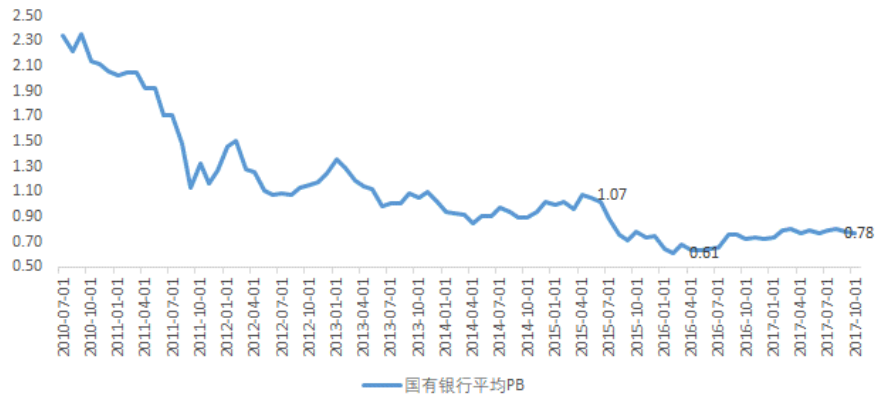
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 8: 港股通国有银行估值

代码	简称	一级行业	市值(亿港元)	PE 2017	PE 2018	PB LF	16股息率
1398.HK	工商银行	金融业(HS)	24,221	6.55	6.23	0.90	4.35
0939.HK	建设银行	金融业(HS)	17,395	6.05	5.63	0.88	4.63
1288.HK	农业银行	金融业(HS)	14,171	5.30	4.99	0.76	5.32
3988.HK	中国银行	金融业(HS)	12,961	5.47	5.16	0.65	5.05
3328.HK	交通银行	金融业(HS)	4,974	5.34	5.06	0.61	5.28

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 58: 港股五大国有银行平均 PB 水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

电信: 运营商盈利能力大幅转好, 中国移动的稳定性更佳

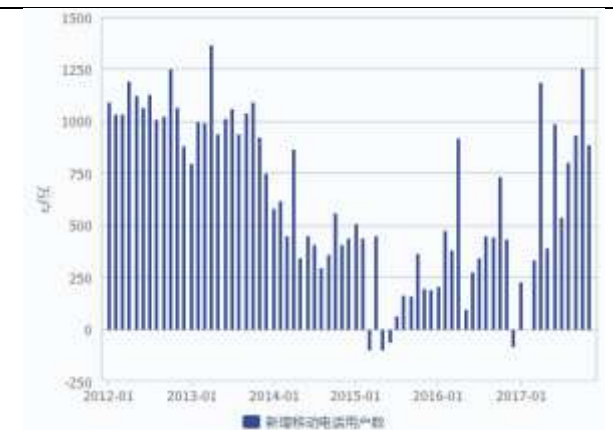
进入 2017 年, 电信运营商的收入增速明显较 2015 年、2016 年有恢复, 且新增移动电话用户数也明显高过 15 年、16 年。

图 59: 电信运营商的收入增速明显恢复



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

图 60: 新增移动电话用户数明显高过 15、16 年



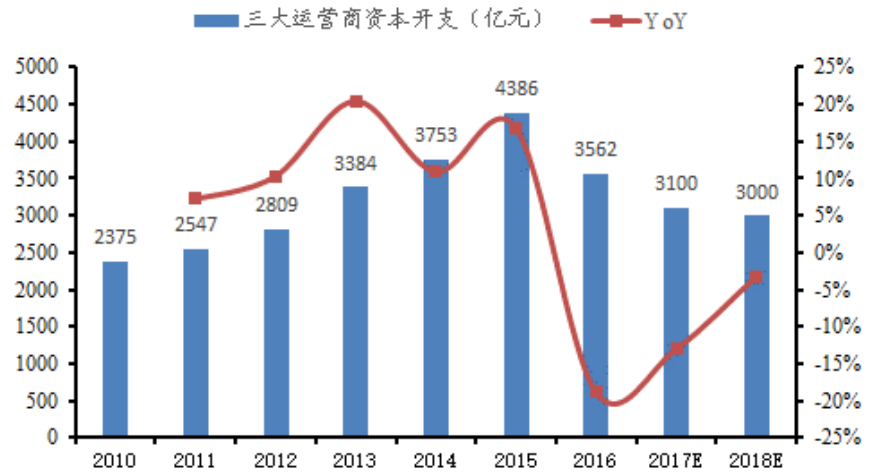
资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

由于担心移动互联网对电信运营商的增值业务冲击, 5G 的投入增加电信运营商的资本开支, 2015-2016 年电信运营商的估值处在历史底部。中国联通混改后, 2017 年相对表现亮眼的标的只有中国联通 (0762.HK), 而中国电信 (0728.HK)、中国移动 (0941.HK) 表现平平。

我们认为, 2018 年电信运营商将开始 5G 试点, 但不会大规模的投放 5G 设备, 主要原因是: 1) 国家尚未有颁发 5G 牌照的预期; 2) 全球 5G 技术还在不断优化中; 3) 尚未有成熟的、规模的支持 5G 标准的手机芯片。因此, 我们认为三大运

营商 2018 年的资本开支将保持在 3000 亿元左右。综上，资本开支下降，收入增长，估值水平处在历史底部，将有利于该板块的表现。

图 61: 三大运营商资本开支



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

图 62: 中国移动 PB-BAND



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 63: 中国电信 PB-BAND



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

中国的电信运营商运营更稳健，如中国移动的有息负债率为 0，电信 14%，联通 30%，而美国的 AT&T、VERIZON、T-MOBILE 分别达到了 34%、46%与 42%，因此，在升息周期的背景下，美国电信运营商的表现将弱于中国的电信运营商。

表 9: 中美主要电信运营商估值对比

代码	证券简称	总市值 亿港元	市盈率 PE	市净率 PB(MRQ)	企业价值 亿港元	企业价值 /EBITDA	ROE 17H1	负债率	有息负债/ 总资产
0941.HK	中国移动	16438	12.9	1.41	17,022	5.42	6.3%	35%	0%
0762.HK	中国联通	3546	98.2	1.35	4,826	4.89	1.1%	61%	30%
0728.HK	中国电信	3065	13.7	0.80	4,076	3.59	3.9%	52%	14%
TMUS.O	T-MOBILE US	3985	23.6	2.52	6,156	8.45	6.8%	71%	42%
VZ.N	VERIZON	15540	12.5	7.42	23,395	6.87	32.7%	89%	46%
T.N	AT&T	16967	16.9	1.74	29,294	6.92	6.0%	70%	34%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从估值来看，EV/EBITDA 比率国内运营商具有明显优势（中国移动 5.4，中国联通 4.9，中国电信 3.6）。

医药：关注最具创新优势和长线价值的医药港股

政策颠覆——重塑医药产业竞争格局。最近两年多，医药行业各类政策频出，政策引导对行业未来发展产生深远的影响。整体来看，产业将实现优胜劣汰的升级，集中度上升。

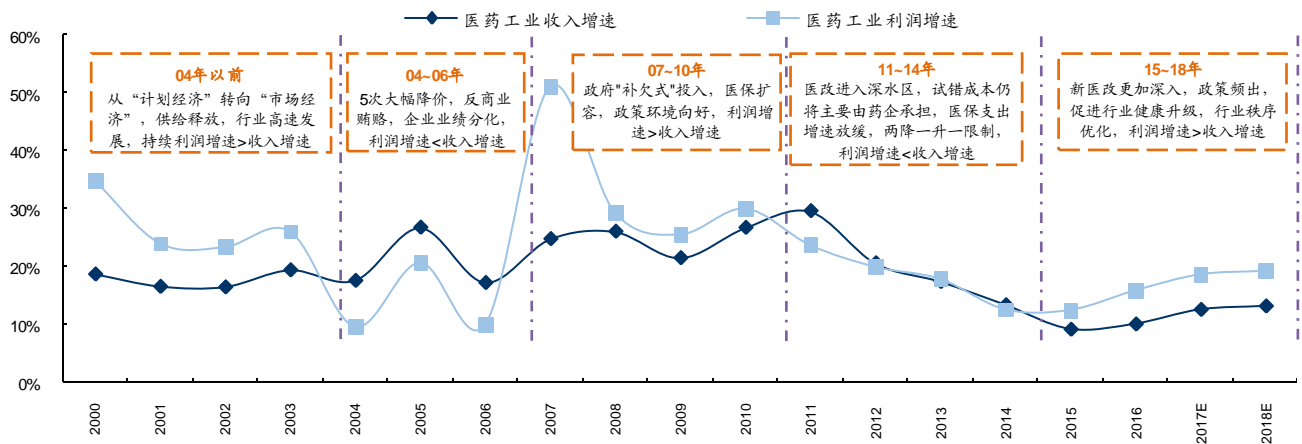
图 64：医药各环节相关政策及影响



资料来源：卫计委、国务院办公厅、国信证券经济研究所整理

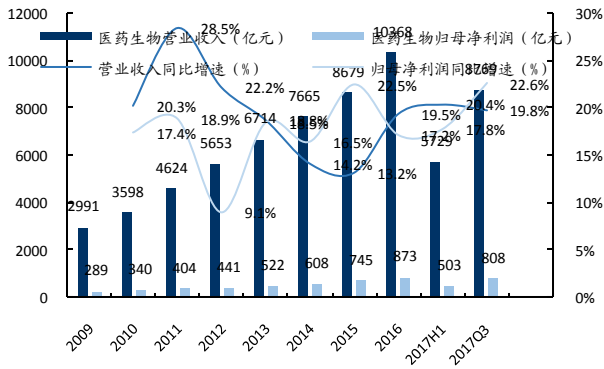
医药经济——健康回升。据工信部统计数据，医药工业主营收入增速由 2015 年的个位数回升至 12.1%，营业利润增速由 2015 年的 12.2% 回升至 18.4%，营业利润率也较最低点不断回升。SW 医药生物板块上市药企主营收入增速由 2014、2015 年的低点回升至 20% 左右。SW 医药生物板块上市药企归母净利润 2017 年前三季度增速达到 22.6%，为近年来归母净利润增速高点。

图 65：医药行业收入和利润增速趋势



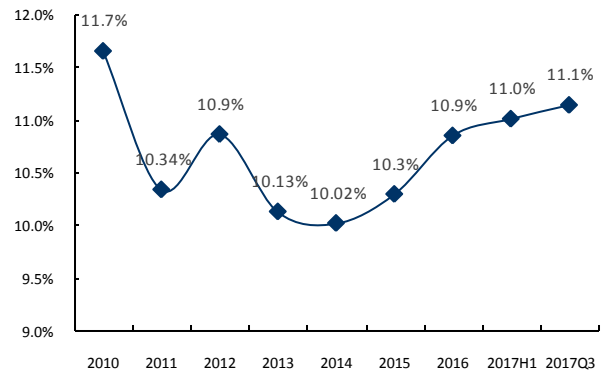
资料来源：Wind、工信部、国信证券经济研究所整理

图 66: SW 医药生物板块营收和净利润增长曲线 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

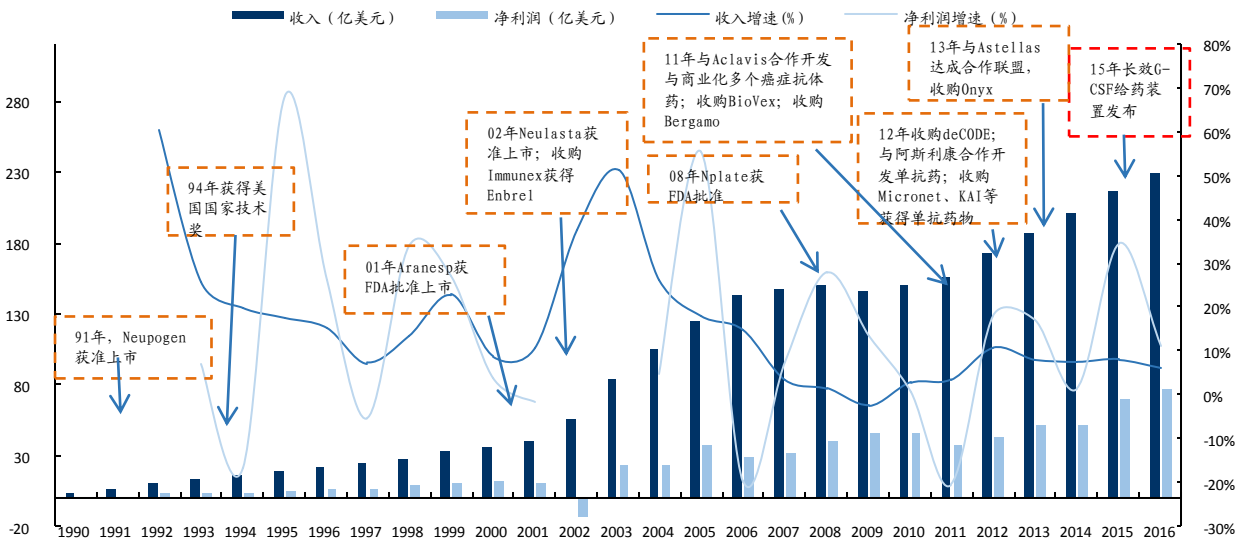
图 67: 医药工业主营业务收入利润率变动曲线



资料来源: 工信部、国信证券经济研究所整理

差距即机遇，我国生物制药产业将迎来黄金发展期。2015 年，全球生物制药规模已突破 2500 亿美元。2016 年，我国医药工业主营业务收入中生物药品制造达到 3350 亿元（2010-16 年生物药品 CAGR 24%vs 医药工业整体 CAGR 16%）。但对比国际市场，我国生物药规模目前占比仍然较低（我国 8%vs 全球 25%）。随着 2015 年-2020 年国际多款重磅生物药面临专利悬崖，我国生物制药将迎来黄金发展期。他山之石——创新造就巨头。美国安进公司通过自身研发和并购不断推出重磅生物制药产品，自 1984 年上市以来股价已累计上涨 1100 倍，市值屡创新高，超过千亿美元。目前我国生物创新药企业大展宏图的环境正逐渐完善，有望向安进等国际巨头看齐。

图 68: 安进公司发展沿革 (亿美元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 69: 安进公司股价与 PE



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2017 年, A 股和 H 股市场医药板块市值 TOP10 公司大多取得远超行业平均的收益。我们认为从长期来看, 随着政策推动下的产业升级, 优势龙头企业有望长期受益产业集中度的提升甚至有望引领产业发展, 但 2018 年若海外利率水平上升较快的话, 短期可能估值继续抬升的情况较难。

表 10: A/H 市值 500 亿元人民币以上公司 2017 年度涨幅及估值 (截至 2017 年 11 月 30 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	年初至今涨幅	市盈率 PE(TTM)	子行业 PE	子行业
A 股市值 500 亿元以上公司年度涨幅及估值						
600276.SH	恒瑞医药	1,836	72.3%	61.6	32.29	化学制药
600518.SH	康美药业	1,051	20.1%	27.1	30.16	中药
002252.SZ	上海莱士	983	-14.3%	132.3	48.06	生物制品
000538.SZ	云南白药	980	24.7%	34.1	30.16	中药
600196.SH	复星医药	895	60.4%	40.0	32.29	化学制药
601607.SH	上海医药	593	25.3%	21.0	25	医药商业
002044.SZ	美年健康	503	46.9%	124.6	61.68	医疗服务
H 股市值 500 亿元以上公司年度涨幅及估值						
2196.HK	复星医药	895	61.0%	26.2	20.2 (西药)	化学制药
1093.HK	石药集团	832	89.2%	37.6	20.2 (西药)	化学制药
1099.HK	国药控股	727	-2.3%	15.4	15.23 (经销商)	医药商业
1177.HK	中国生物制药	672	88.9%	29.0	20.2 (西药)	化学制药
2607.HK	上海医药	593	12.4%	19.0	13.08 (零售)	医药商业
3320.HK	华润医药	545	19.6%	21.7	20.2 (西药)	医药商业

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
*港股板块 PE 估值采用 Wind 行业类分类及估值

关注创新药龙头公司: 我国药品创新土壤逐渐肥沃, 创新药将迎来黄金发展期, 重点推荐业绩增长明确、研发投入大、在研药物储备丰富且 2018 年估值低于 30 倍的大市值龙头公司: 石药集团 (1093.HK)、复星医药 (2196.HK)、三生制药 (1530.HK), 这类企业主要靠稳健的成长来维持估值或者对冲有可能的估值阶段性的、小幅度的回撤。

高成长性的 H 股稀缺标的: 高成长性、未来潜力巨大的 H 股稀缺投资标的: CRO 龙头药明生物 (2269.HK)、CAR-T 技术领先的金斯瑞生物科技 (1548.HK)。这类公司是我们中长期跟踪的标的, 因为它们市场空间巨大且在新产品盈利释放时爆发力最强;

重点推荐医药商业龙头公司: 医药商业长期来看将在政策助力下不断提升集中度, 龙头企业长期受益于行业整合。短期来看, 包括上药在内龙头企业受调拨业务影响,

医药商业部分业绩增速放缓。预计明年中期之后影响有望减弱，增长有望提速，重点推荐估值较低且长期受益于行业整合的全国性商业龙头公司：国药控股（1099.HK）、华润医药（3320.HK）和上海医药（2607.HK）。

重点推荐估值偏低、成长性确定的细分领域龙头公司：显著低估的中药配方颗粒龙头：中国中药（0570.HK）、受益行业深度整合，业绩快速弹升的大输液龙头：石四药集团（2005.HK）、核心产品高增长，在研产品潜力大的抗流感化药龙头东阳光药（1558.HK）。

表 11：部分公司估值和成长情况

证券代码	公司简称	股价	市值	ROE	EPS			PE			PEG	Growth
					12-1	12-1	(%)	16A	17E	18E		
1093.HK	石药集团	15.5	968	20.78%	0.30	0.37	0.46	43.55	35.90	28.34	1.53	23.48%
2196.HK	复星医药	37.7	1092	12.68%	1.12	1.31	1.54	28.36	24.43	20.77	1.45	16.86%
1530.HK	三生制药	14.9	378	10.92%	0.28	0.34	0.47	45.81	36.6	26.7	1.35	27.01%
1548.HK	金斯瑞生物科技	9.86	171	14.73%	0.10	0.11	0.13	80.05	76.16	62.65	5.22	14.58%
2269.HK	药明生物	47	547	52.17%	0.12	0.17	0.00	324	227.36		-2.27	
1099.HK	国药控股	31.3	866	14.61%	1.68	1.76	2.00	15.46	14.72	13.00	1.56	9.44%
3320.HK	华润医药	10.08	633	7.50%	0.40	0.49	0.54	21.82	17.5	15.60	1.1	15.97%
2607.HK	上海医药	19.8	703	10.11%	1.19	1.37	1.56	13.96	12.15	10.65	0.88	13.74%
0570.HK	中国中药	4.21	187	8.34%	0.22	0.27	0.32	15.97	13.48	11.34	0.67	19.81%
2005.HK	石四药集团	4.58	130	18.29%	0.15	0.22	0.29	25	20.4	16	0.8	25.4%
1558.HK	东阳光药	23.65	107	15.49%	0.84	1.13	1.42	23.66	17.89	14.2	0.72	28.5%
1302.HK	先健科技	1.84	80	16.79%	0.03	0.03	0.04	46.26	45.73	35.81	2.54	18.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

*港股股价、市值为港元，EPS为人民币元

电子：3D 光学与 NPU 是 2018 年的创新元年

3D 成像是手机端又一次革命性升级。 3D 成像关键点在于获取深度信息，实现拍照技术上从二维到三维的跨越，是手机端 2018-2019 的创新的焦点。目前实现的手段有三种：（1）结构光，代表公司及产品有苹果 iPhone X（收购该领域最大公司 Prime Sense）、微软 Kinect-1 等；（2）双目可见光，代表公司产品 Leap Motion；（3）飞行时间法（TOF），代表公司产品微软 Kinect-2。

三种方案中，双目方案最为复杂，算法要求很高，而 TOF 和结构光两种方案优势在于算法简单、响应速度快，识别距离大等优势。TOF 与结构光相比，结构光在集成度、成本、成像速度方面占据优势，结构光更适合用于前置摄像头，TOF 方案抗干扰性更好，探测距离远，适合用于后置镜头。

以苹果新一代内嵌应用动话表情为代表，通过获取人脸的三维数据，可以得到人面部表情的喜怒哀乐，从而可以使 3D 表情做出与人相类似的表情，与 5G 高速率结合，提升前置摄像头可玩性。人脸识别作为继指纹识别后的又一大生物识别技术，因其独特的方便、经济及准确性而越来越受到世人的瞩目。然而传统人脸识别往往简单通过前置摄像头获取的二维图像进行识别，由于数据量较少，其安全性并不高，例如采用上述技术的三星 Galaxy Note8，使用照片就能骗过人脸识别功能。借助 3D sensing 系统，iphone X 可以绘制出独一无二的 3D 面谱。相比于二维图像，iphone X 采集到的人体面部 3D 数据能够分辨出的几何精度会明显提高，可以大大降低了错误率。不仅如此，该功能的速度会比 Touch ID 指纹识别的速度更快。

图 70: iPhone X 众多前置传感器



资料来源：中关村在线，国信证券经济研究所整理

图 71: 3D 相机 3 种主流方案对比

方案	TOF	双目成像	结构光
运行原理	红外脉冲、测量光传输时间 直接在传感器	两个2D传感器模仿人眼	图形光或红外照明、检测失真
点云生成	内	高级软件处理	中级软件处理
使用距离	大	中	小
深度精度	高	低	中
分辨率	低	高	高
扫描速度	快	中	中
高光性能	一般	良好	一般
低光性能	良好	较差	良好
软件复杂度	低	高	中等
功耗	中等	低	中等

资料来源：TI 官网，国信证券经济研究所整理

3D 成像助力手机端 AR/VR 腾飞。信息的获取是 AR/VR 的核心也是必经之路，3D 成像有助于 AR/VR 迅速打开手机端应用市场。与 2D 成像相比，3D 成像在硬件上新增了红外光源与红外摄像头，是手机产业链上全新技术，将使提前布局厂商深度受益。

3D 成像使人脸识别替代指纹识别。指纹识别需要人主动输入信息，且正面需要较大留白，与全面屏趋势不符。与指纹识别方案相比，3D 成像方案则更加自然安全，人脸面向手机时即可实现解锁，且不占据手机正面过多位置，在全面屏时代具有更多优势。

3D 成像打开手机产业链零部件新增长空间。根据智研咨询预测，到 2022 年 3D 成像技术将率先在消费电子应用上大规模落地，随后逐步辐射到其他行业，到 2022 年，3D 成像在消费电子领域市场规模将达到 60 亿美元以上，2016-2022 年复合增长率高达 160%。对于产业链而言，3D 成像带来诸多新增零组件，在发射端，新增了红外激光发射器和辅助元件；在接收端，除了可见光镜头外，还新增红外接收部分，包括镜头、红外传感器和窄带红外滤光片，而图像处理 IC 在算法上也会带来相应提升，也将比单纯的 2D 成像 IC 成本更高。3D 成像能大幅增加产业链价值，给红外核心厂商带来高业绩弹性。

图 72: 3D 成像成长预计 (百亿美元)



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图 73: 3D 成像相与 2D 成像在产业链上的比较

环节	产品	2D 成像	3D 成像
上游之原材料	玻璃	有，用于镜头	有，用于镜头
	蓝宝石	有，较少	有，用于主动光源 LED
	图像传感器 CIS	有，可见光 CMOS	有，红外 CMOS+辅助可见光 CMOS
中游之模组	镜头	有	有
	图像处理芯片 IC	有	有，算法要求比 2D 成像高，有一定壁垒
中游之发射端	滤光片	有，红外截止 IRCCF	有，增加一个用于红外光窄带 IRCF
	红外光源 (LED/VCSSEL)	无	有，手机上以 VCSSEL 居多
	普通光源	有，补光灯	有，辅助可见光成像
下游之模组	镜头	有	有，用于结构光成像
	摄像头模组	有	有，集成难度更大
下游之应用		主要用于手机、平板等消费电子	除消费电子外，还将用于 VR/AR、AI、安防等领域

资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

瑞声科技 (2018.HK) 推出了晶圆级玻璃镜头 (MLL)。它的优势是：1) MLL 方案具有更小的尺寸，有助于 3D 遥感相机模组装入全屏智能手机的窄边；2) 更优异的光学特性。瑞声科技混合镜头 (玻璃+塑料) 已进入客户检验程序。3) 拥有更低的成本。两英寸的晶片可被切割成 100 片以上的镜头，与传统玻璃镜头生产流

程相比更助于降低成本。4) 避免潜在的专利纠纷。由于瑞声科技布局光学较早，在 2009 年先后投资了 Heptagon、欧洲 Kaleido、I.Square 等企业，成为其光学技术的主要来源。其中，公司收购 Kaleido 获得了晶圆级玻璃镜头制造能力。此外，其在国内外建设了 6 个光学设计中心，专注发展创新光学设计。

超高清迎来最好的时代。4G 时代一般下载速度都超过 15Mbps。智能手机用户可以凭此在线听歌看视频。按照 5G 的规划，运营商很有可能把手机互联网网速提高到 10Gbps 或更高水平，大概是现有网速的 100 倍，比现有固网还会快。高清电影数秒就能下载完成，即便是边走边下也没问题。这必将带来移动视频业务的进一步增长。4G 时代手机网络视频用户规模及占比均飞速增长，截止 2016 年底，手机网络视频用户规模接近 5 亿人，移动网络视频用户占手机网民比例达 91.8%。5G 到来提高网速的同时，硬件的支撑也在进步，与 3D 成像 VR/AR 相配合，未来网络视频有望实现更多玩法。

从市场需求看，目前人工智能芯片的需求可归纳为三个类别：一是面向于各大人工智能企业及实验室研发阶段的训练环节市场；二是数据中心推断，亚马逊 Alexa 等主流人工智能应用，均需要通过云端提供服务，即推断环节放在云端而非用户设备上；三是面向智能手机、智能安防摄像头、机器人/无人机、自动驾驶、VR 等设备的设备端推断市场，设备端推断市场需要高度定制化、低功耗的人工智能芯片产品。如华为在 Mate 10 的麒麟 970 中搭载寒武纪 IP，旨在为手机端实现较强的深度学习本地端计算能力，从而支撑以往需要云端计算的人工智能应用。

图 74：人工智能芯片的生态体系



资料来源：智东西，国信证券经济研究所整理

从芯片的分类看，人工智能芯片经过 CPU、GPU、FPGA 的尝试，寒武纪人工智能 ASIC 芯片已经问世，这是人工智能发展的重大转折点，是从硬件底层的芯片为人工智能发展提供了动力，其效果远超过先进算法。但是，人工智能类 ASIC 的发展仍处于早期。其根本原因是，ASIC 一旦设计制造完成后电路就固定了，只能微调，无法大改。而硬件的研发设计与生产成本很高，如果应用场景是否为真市场尚不清晰，企业很难贸然尝试。此外，能设计出适用于人工智能芯片的公司必然是要既具备人工智能算法又擅长芯片研发的公司，进入门槛较高。

图 75: 典型集成电路比较

分类	成本	性能	功耗	能效 (Op/mW)	可编程性	灵活性	粒度	面积效率	应用
CPU	低	中	小	0.001	软件编程	好	粗	<100	数值计算
GPU	低	高	大	0.1	软件编程	中	粗	>500	数值/逻辑计算
FPGA	高	高	较大	0.01	硬件编程	中	细	<100	逻辑计算
ASIC	低	极高	较小	1	不可编程	差	细	>1000	逻辑计算
RCC	低	高	小	~1	软硬件双编程	好	混合	~1000	数值/逻辑计算

*ASIC只有出货量足够大时才能够分摊前期投入，降低成本
 *FPGA不支持软件，使用者需具备电路设计的只是，先做电路设计，再将电路映射到芯片上
 *RCC，可重构计算芯片，支持软硬件编程，硬件随软件变化而变化

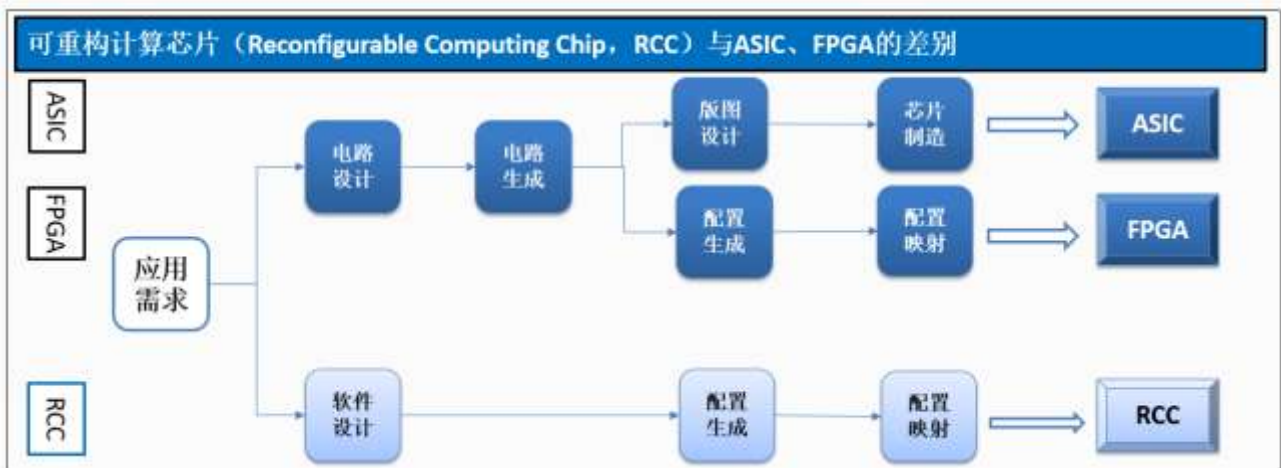
资料来源：清华大学微电子研究所，国信证券经济研究所整理

理想中的人工智能芯片需要具备：

- 1.可编程性：适应算法的演进和应用的多样性；
- 2.架构的动态可变性：适应不同的算法，实现高效计算；
- 3.高效的架构变换能力：< 10 Clock cycle，降低开销；
- 4.高计算效率：避免使用指令这类低效率的架构。
- 5.高能量效率：~5TOPs/W，功耗 < 1mW，识别速度 > 25f/s。
- 6.低成本：能够进入家电和消费类电子；
- 7.体积小：能够装载在移动设备上；
- 8 应用开发简便：不需要芯片识别方面的知识。

按照以上条件，目前的 CPU、CPU+GPU、CPU+FPGA、CPU+ASIC 的作法均不是理想的架构。

图 76: 可重构计算芯片与 ASIC、FPGA 的差别



资料来源：清华大学微电子研究所，国信证券经济研究所整理

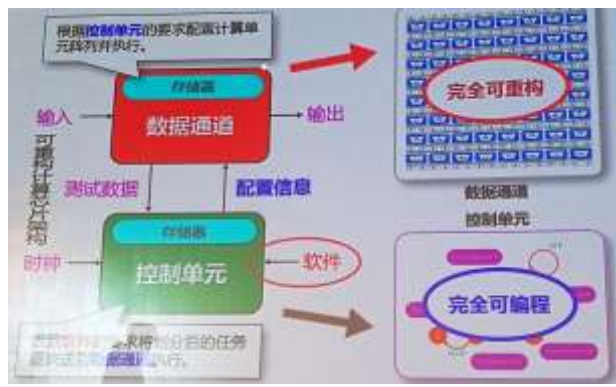
依据清华大学微电子研究所的研究成果，可重构计算芯片最适合人工智能。可重构芯片支持软件硬件编程，硬件随软件变化而变化，也就是软件定义芯片。

软件的规模可以任意大，但硬件的规模总是有限的，所以（1）需要将软件划分为与硬件规模相适应的模块，逐块运行；（2）硬件结构必须动态可变以适配每个软件模块的功能。

所以如果把可重构计算与经典计算进行比较，经典结构是刚性的，而可重构计算是函数化的柔性的。在性能上偏重于 ASIC，灵活性上偏重于处理器。两者兼

而有之。

图 77: 可重构计算芯片架构



资料来源: 清华大学微电子研究所, 国信证券经济研究所整理

图 78: 可重构计算与经典计算的比较



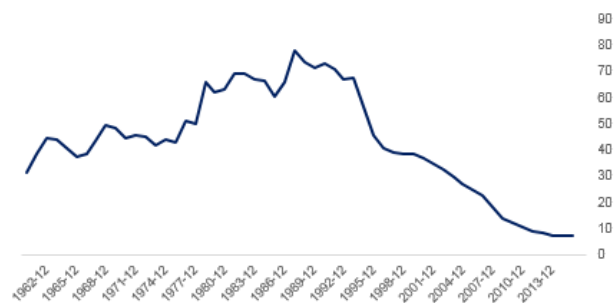
资料来源: 国信证券经济研究所整理

虽然可重构芯片处于概念提出阶段, 离真正落地还有一段距离, 但是这为我们研究人工智能芯片提出一种视角, 有可能成为人工智能的转折点。

计算机: 云计算、云服务是 2018 年的主旋律

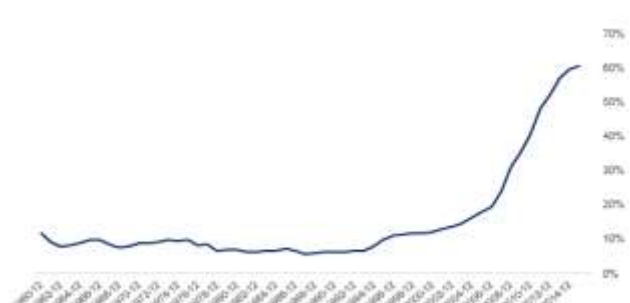
从成本优势看, 目前中国人均 GDP 已经是美国人均 GDP 的 1/6, 而十年前, 该数字为 1/20, 如果人均 GDP 可以视为人均收入的替代, 则中国的软件行业劳动力成本的大幅抬高, 让行业不得不思考利用云计算、SAAS 等模式大幅度提高劳动生产率, 降低人头式的项目制开支。

图 79: 美国人均 GDP/中国人均 GDP



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 80: 中国 GDP/美国 GDP 比例



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 美国正是人均 GDP 达到万美元级别, 第三产业占比达到 55-60% (60 年代末, 大约相当于目前中国的水平), 信息化的革命浪潮 (计算机、互联网、云计算) 不断的打破传统, 提高生产率, 造就了微软、甲骨文、亚马逊、Salesforce 等一批软件企业的几十年的长牛。

麦肯锡认为, 决定 2025 年经济的 12 大颠覆技术除了移动互联网, 还有知识工作的自动化 (这是最贴切的对 SAAS 的描述), 物联网, 云计算, 先进机器人, 自动汽车, 基因组, 储能技术, 3D 打印, 先进油气开采, 先进材料和可再生能源。我们看到, SAAS 与云计算几乎占据了榜单中非常靠前的位置。

图 81: 决定 2025 年经济的 12 大颠覆技术



资料来源: 麦肯锡《决定 2025 年经济的 12 大颠覆技术》，国信证券经济研究所整理

2017 年, 国内 SAAS 市场的规模为 6 亿美金, 预计未来以年化 25% 的速度增长(全球 CAGR 为 17%)。在公有云市场方面, 中国在 2017 年市场空间将达到 30 亿美元, 其中主要部分为 IAAS (以阿里为代表), 其次 SAAS 与 PAAS 各 6 亿美元。

图 82: 2015-2021 全球 SAAS 市场规模 (十亿美元)



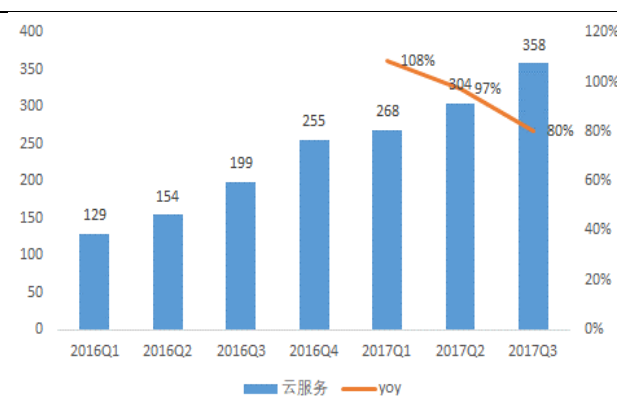
资料来源: Gartner, 金蝶财报, 国信证券经济研究所整理

图 83: 中国公有云市场规模 (十亿美元)



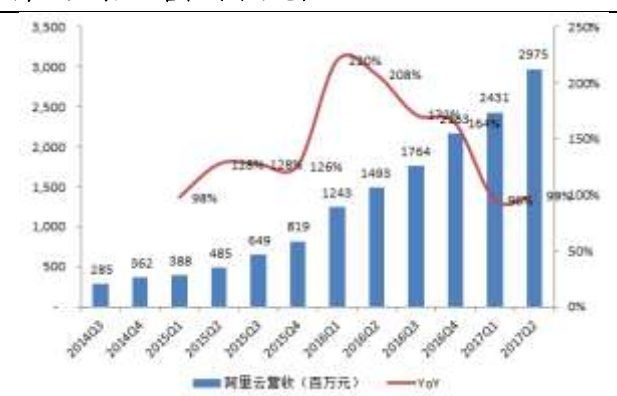
资料来源: Gartner, 金蝶财报, 国信证券经济研究所整理

图 84: 金山云收入 (百万元)



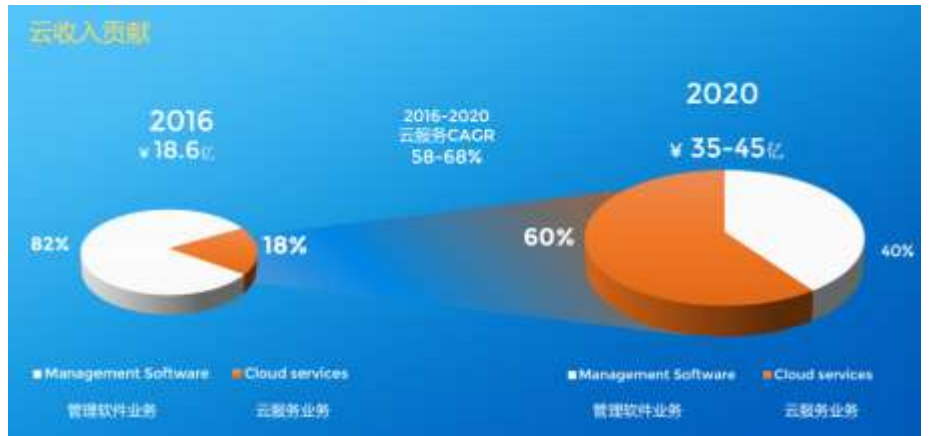
资料来源: 金山软件, 国信证券经济研究所整理

图 85: 阿里云营收 (百万元)



资料来源: Gartner, 金蝶财报, 国信证券经济研究所整理

图 86: 金蝶云的发展目标, 复合增长率 60%



资料来源: 金蝶国际, 国信证券经济研究所整理

云计算已成为数据中心行业之主要增长动力。云计算使用托管于互联网之远程伺服器网络（而非本地服务器或个人计算机）以存储、管理及处理数据之常规做法。现今几乎所有消费者数据应用均作为云服务交付，及企业应用数据亦正快速转移至云计算。于 2019 年之前，超过 80% 工作量将由云数据中心处理；而余下部分则将由传统数据中心处理。云计算需要大量物理传感器接插件、路由器、电力、信号及网络，从而需要大量的光学传感器与连接器。因此，我们认为，除了 SAAS、软件企业，云计算的上游，光器件、光芯片、连接器等会直接受益于数据中心的投资。

国内的中际旭创、光讯科技，港股的鸿腾精密（6088.HK，收购 avago 的光模组部分），昂纳科技集团（0877.HK）是这个大市场的主要玩家。伴随国产 100G 芯片的推出，中国的光芯片与光器件，将在全球提升竞争力，并有望将能力延展到工业机器视觉、汽车 ADAS 等领域。

图 87: 数据通讯市场收入 (百万美元)



资料来源: OVUM, 国信证券经济研究所整理

图 88: 光纤、传感、LED、机器视觉的市场规模

产品	2015 年的销售	2015-2020 年复合年增长率
机器视觉系统	5.4 亿美元	18%
光纤传感器	1.29 亿美元	20%
LED 传感器	4.5 亿美元	15%
激光传感器	4.7 亿美元	22%
DTS 传感器	6.0 亿美元	20%

资料来源: 中国制造 2025, 国信证券经济研究所整理

图 89: 鸿腾精密 (6088.HK) 的光模块产品



资料来源: 鸿腾精密, 国信证券经济研究所整理

图 90: 昂纳科技集团 (0877.HK) 的重点客户



资料来源: 昂纳科技集团, 国信证券经济研究所整理

互联网: 吃鸡游戏有望成为 2018 年的“LOL”级产品

12 月 1 日, 腾讯正式宣布将代理今年全球火爆的《绝地求生》, 并公布了《绝地求生》端游国服端专属运营计划和生态共建战略等规划。《绝地求生》是蓝洞 (Bluehole) 和 H1Z1 等游戏的制作人 Playerunknown 联合开发的大逃杀类游戏, 每局游戏有最多 100 名玩家参与, 可以选择单人、双人、四人组队三种模式。游戏开始时所有玩家都会被空投到一个绝地岛上, 岛上会有每隔一段时间逐渐缩小的安全区域, 区域外会有毒气造成毒气圈内玩家体力值下降直到“阵亡”。因此所有玩家都需要尽可能在被毒气侵袭前进入安全区域, 并在沿途和偶遇的其他玩家决一胜负。游戏最终将只有一个人/团队可以获得胜利, 胜利者屏幕上会出现“大吉大利, 晚上吃鸡” (Winner winner, chicken dinner) 的字样。

图 91: 《绝地求生》宣传海报



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

图 92: 胜利宣言“吃鸡”走红网络



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

自 2017 年 3 月上市至今, 《绝地求生》全球累计售出超过 2280 万份, 连续 38 周以上蝉联 steam 销量冠军。目前《绝地求生》同时在线玩家人数超过 200 万人, 远高于其后的 dota2 和 csgo。目前占游戏玩家总数超三分之一的国内玩家愿意忍受高延迟和不稳定的服务器, 支付每月 30-60 元的加速器费用来玩这款售价 98 元的游戏, 足见《绝地求生》的受欢迎程度。我们认为随着国服的开启, 国内现有 600 万以上的玩家绝大部分将会回归, 更多由于网络、设备、服务器等问题还在观望的玩家也会加入, 《绝地求生》的市场空间巨大。

图 93: 《绝地求生》玩家数大幅领先其他游戏

依据当前玩家人数排列的最热门游戏		
当前玩家人数	今日峰值	游戏
1,678,795	2,797,560	PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS
426,136	646,457	Dota 2
161,531	524,875	Counter-Strike: Global Offensive
46,363	53,936	Warframe
42,629	82,675	Tom Clancy's Rainbow Six Siege
42,032	55,282	Team Fortress 2
36,889	43,541	PAYDAY 2
30,737	53,951	Grand Theft Auto V
25,895	38,954	Rust
20,973	38,713	ARK: Survival Evolved

资料来源: steam, 国信证券经济研究所整理

前所未有的游戏体验有望支撑 moba 后的下一个爆款游戏类型。“大逃杀”类游戏是一个开放世界体系，其模式可以带给玩家极为丰富的游戏体验，我们简单总结如下：

未知激发强代入感和好奇心。《绝地求生》的基本规则简单清晰——一定会缩小的安全区，尽力存活更久；但设定（随机的航路、降落地点、捡到物品、安全区的位置）的随机性和参与玩家行为的随机性给游戏带来了巨大的偶然性和不可预知性，将“与人斗和与天斗”结合到一起，极大地提升了玩家的代入感和好奇心。

玩家能收获超高的成就感和兴奋度。每局游戏参与玩家多达 100 人，若能成功“吃鸡”，意味着战胜了 99/98/96 个对手，艰巨的挑战能够激发玩家的专注度和求生欲。游戏的过程要经历一无所有——捡装备——逃离毒圈——玩家对抗等多个环节，期间的隐忍、击杀、逃毒，都会给予玩家丰富的游戏体验，提高对付出努力后兑现回报的期待。随着游戏进程的深入，玩家的兴奋度会不断提高，到最后决胜阶段甚至会出现肾上腺素飙升，取胜后的兴奋感和成就感均高于绝大多数场景下的 moba 和 FPS 类游戏。

入门门槛低，更易吸纳新玩家。传统的竞技类游戏，如英雄联盟、dota2、csgo 等，均是已知队友对手数目，在熟悉的地图和线路上进行对抗，长期的积累演化出较为固定的策略和较高的入门门槛。绝地求生通过多元化的策略选择和很大的随机性，弱化了射击技巧在游戏中的重要性，降低了新手的入门门槛，更容易吸引新玩家甚至是女性玩家的加入。

游戏模式丰富，社交属性明显。《绝地求生》可以选择单人模式、双人模式、四人模式，满足不同玩家需求。游戏中一键队内语音有助于好友开黑、陌生人通过游戏结交，“吃鸡”一词的流行亦体现出这款游戏的社交属性非常明显。

打击外挂和构建生态将是腾讯代理的看点。射击类游戏大量数据运算需要在本地计算机进行，因此外挂难以被彻底杜绝。《绝地求生》的火爆也导致国内出现大批外挂制作者和使用者，严重破坏了广大普通玩家的游戏体验，导致 steam 上 10 月以来关于游戏的差评数目飙升。腾讯有丰富的射击类游戏运营经验和先进的大数据检索、分析和处理能力，在代理国服之后能否加大打击外挂的力度，为玩家营造良好的游戏环境，并围绕游戏、直播、赛事等板块打造出完整的生态圈，将会在很大程度上决定这款游戏的寿命。

端游盈利参考 steam 现有模式。我们认为腾讯代理国服后，《绝地求生》在国内仍大概率沿用其在 steam 上卖游戏+饰品开箱+交易提成的盈利模式。目前游戏的价格为 98 元/套，钥匙 15 元/个，steam 会对市场上的交易进行 15% 的抽

成。当前《绝地求生》的服饰、箱子在 steam 市场上交易火爆，未来若腾讯能根据中国玩家爱好推出特色饰品，亦有望延续这一热度。

图 94: steam 市场热门物品首页均为《绝地求生》饰品

名称	最新上架	已售出	数量	价格
GAMECOM INVITATIONAL CRATE PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS			64,847	原价: \$7.95 USD
SURVIVOR CRATE PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS			99,100	原价: \$0.75 USD
WANDERER CRATE PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS			148,797	原价: \$0.82 USD
TRACKSUIT Top (Yellow) PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS			1,986	原价: \$33.78 USD
TRACKSUIT Pants (Yellow) PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS			1,552	原价: \$29.49 USD
GAMECOM INVITATIONAL KEY PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS			5,615	原价: \$3.10 USD
SCHOOL JACKET PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS			482	原价: \$38.81 USD
PIGAL SHIRT PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS			4,026	原价: \$0.16 USD

资料来源: steam, 国信证券经济研究所整理

移动端“吃鸡”大幕拉开，用户增速迅猛。近期，网易、腾讯小米等公司陆续推出了多款移动端的“类吃鸡”游戏，玩家数目迅猛增长，其中最为火爆的网易《荒野行动》注册用户已经突破 1 亿，按此 DAU 突破 2000 万，创下国内手游 DAU 超千万的最快记录。移动端吃鸡类手游数目和玩家规模的快速增长反映出吃鸡类游戏对注重休闲和碎片化时间的手游玩家亦具有极大吸引力。

目前网易凭借《荒野行动》和《终结者 2: 审判日》两款游戏在吃鸡类手游的竞赛中取得了领先地位。腾讯即将推出两款同蓝洞合作的正版《绝地求生》手游：《绝地求生：刺激战场》和《绝地求生：全军出击》，加上此前根据 CF 类手游改编的《荒岛特训》和评价不及预期的《光荣使命》，腾讯手中的吃鸡类手游将达到 4 款。我们认为“正版”《绝地求生》手游将是腾讯最大的卖点。凭借《绝地求生》积累的人气和腾讯在社交平台上的龙头地位，若其两款游戏能实现高质量、高还原度等目标，将有望实现后发制人，再造《王者荣耀》级别的爆款手游。

图 95: 《荒野行动》暂时成为手游端“吃鸡”领跑者



资料来源: 极光大数据, 国信证券经济研究所整理

部分公司一览

表 12: 标的一览

代码	简称	市值 (亿港元)	股价 (港币)	2017EPS (港币)	2018EPS (港币)	PE 2017	PE 2018	PB LF	评级
银行、保险、多元金融									
0005.HK	汇丰控股	15,606	76.80	4.23	5.31	18.16	14.45	1.04	
1398.HK	工商银行	23,816	5.90	0.94	0.98	6.30	5.99	0.85	
0939.HK	建设银行	16,779	6.65	1.14	1.22	5.85	5.45	0.84	
1288.HK	农业银行	14,072	3.59	0.69	0.73	5.21	4.91	0.75	
3988.HK	中国银行	12,887	3.76	0.69	0.74	5.42	5.11	0.63	
3968.HK	招商银行	8,336	30.45	3.24	3.65	9.40	8.34	1.45	
3328.HK	交通银行	4,932	5.68	1.09	1.14	5.23	4.96	0.59	
2318.HK	中国平安	14,971	78.40	4.72	5.63	16.60	13.93	2.59	
2628.HK	中国人寿	9,643	24.65	1.24	1.57	19.88	15.74	1.80	
1359.HK	中国信达	1,053	2.76	0.54	0.62	5.07	4.48	0.64	买入
6030.HK	中信证券	2,518	16.28	1.02	1.14	16.02	14.34	1.13	
1776.HK	广发证券	1,485	15.58	1.34	1.54	11.67	10.12	1.19	
原油、钢铁、煤炭、有色									
0386.HK	中国石油化工股份	8,185	5.45	0.50	0.54	10.96	10.02	0.79	
0857.HK	中国石油股份	16,473	5.13	0.19	0.27	26.87	19.34	0.67	
1088.HK	中国神华	4,899	19.02	2.52	2.41	7.56	7.88	1.08	
2600.HK	中国铝业	1,239	4.90	0.24	0.58	20.35	8.38	1.59	
0358.HK	江西铜业股份	571	11.24	0.69	0.74	16.20	15.27	0.69	
2689.HK	玖龙纸业	589	12.60	1.37	1.52	9.21	8.29	1.63	
0581.HK	中国东方集团	192	5.43	1.49	1.41	3.64	3.85	1.48	买入
航空、地产、电讯、医药、公用事业									
1055.HK	中国南方航空股份	1,143	7.21	0.70	0.79	10.27	9.10	1.17	
0753.HK	中国国航	1,635	8.10	0.67	0.73	12.14	11.10	1.15	
0670.HK	中国东方航空股份	1,079	4.57	0.52	0.42	8.80	11.00	1.00	
0914.HK	海螺水泥	1,863	36.40	3.07	3.15	11.86	11.56	1.89	
0688.HK	中国海外发展	2,651	24.20	3.64	4.08	6.65	5.92	1.08	
3900.HK	绿城中国	188	8.67	1.07	1.17	8.11	7.41	0.62	
1628.HK	禹洲地产	161	3.85	0.70	0.91	5.50	4.23	1.25	买入
3380.HK	龙光地产	402	7.31	0.90	1.09	8.12	6.71	1.63	增持
0941.HK	中国移动	15,561	76.00	6.58	7.00	11.54	10.85	1.34	
1093.HK	石药集团	963	15.42	0.43	0.55	35.70	28.26	8.47	
2196.HK	复星医药	1,171	40.50	1.46	1.68	27.74	24.11	3.13	
1530.HK	三生制药	368	14.48	0.36	0.46	40.22	31.48	4.46	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	182	10.50	0.11	0.16	95.45	66.24	10.62	中性
1099.HK	国药控股	833	30.10	1.94	2.34	15.52	12.86	2.08	买入
3320.HK	华润医药	604	9.61	0.57	0.63	16.86	15.25	1.54	买入
2607.HK	上海医药	700	19.36	1.61	1.84	12.02	10.54	1.32	
0570.HK	中国中药	179	4.04	0.27	0.33	14.96	12.24	1.26	买入
2005.HK	石四药集团	129	4.49	0.26	0.34	20.36	16.95	4.24	买入
1558.HK	东阳光药	103	22.85	1.32	1.66	17.29	13.77	3.29	买入
2666.HK	环球医疗	122	7.11	0.81	1.01	8.78	7.04	1.51	买入
1193.HK	华润燃气	645	29.00	1.78	2.01	16.29	14.44	3.23	
0384.HK	中国燃气	1,192	24.00	1.16	1.40	20.69	17.14	4.98	买入
0371.HK	北控水务集团	526	5.98	0.60	0.82	9.97	7.29	2.82	买入
互联网、电子、通信设备、软件									
2018.HK	瑞声科技	1,820	148.90	5.29	7.23	28.15	20.60	10.13	
6088.HK	FIT HON TENG	392	5.82	0.25	0.33	22.93	17.79	3.41	
0700.HK	腾讯控股	37,426	394.00	8.37	11.08	47.07	35.56	13.09	增持
3888.HK	金山软件	290	22.10	1.19	1.36	18.63	16.24	2.58	
0268.HK	金蝶国际	116	3.99	0.10	0.12	41.46	32.50	2.77	买入
2280.HK	慧聪网	59	5.42	0.28	0.39	19.34	13.88	1.64	买入
0877.HK	昂纳科技集团	38	4.75	0.26	0.32	18.27	14.84	2.02	买入

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理及预测

无评级标的的仅作列示, 不作推荐, 采用 wind 一致预期; 评级标的的盈利数据为国信预测

风险提示

- 1、美联储升息和降税带给港股流动性趋紧的风险；
- 2、局部战争以及战争预期带来的恐慌；
- 3、宏观经济增长不达预期的风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但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，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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个人的投资建议。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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		