

宏觀經濟

放眼全球看A股

市場結構：市值、數量和行業分佈。（1）中國滬深兩市加起來為全球第二大市場，總市值7.9萬億美元，占比11.6%，如果考慮A股加上所有海外的中資股，總市值為9.1萬億美元，占比13.4%。從上市公司數量的角度來看，中國A股的上市公司數量處於全球第五的位路。（2）A股市值中位數、平均市值全球領先，市值/GDP的值低於全球平均水準。市值中位數水準，中國遙遙領先為12.5億美元，美國為6.7億美元；平均市值，可以看到美國最大，平均為35.4億美元，中國也較高為27.1億美元。目前中國A股的市值占GDP比重為78%，處於歷史的較低水準，美國為146%，英國為150%，全球平均為92%。（3）中國金融業和工業市值占比大，產業發展與發達國家相比不均衡。市值方面金融、工業和非日常生活消費品占比最大，分別為26.9%、18.4%和12.1%；而合計淨利潤方面，中國金融業一家獨大，合計淨利潤占比高達63.7%。

交易特徵：成交額、換手率和投資者結構。（1）A股市場成交額較大，換手率奇高。2016年上半年，美國成交18.4萬億美元，全球排名第一，占比約33.8%，中國成交9.76萬億美元，全球排名第二，占比約為17.9%。換手率中國創業板、中小板遙遙領先，分別為731%和558%，即使中國的主機板也有233%，而美國納斯達克市場是全球成熟市場上最活躍的股市，年化換手率不過244%，其餘市場大多數低於100%。（2）散戶占比高造就了中國股市換手率大。以自由流通市值計算，15年散戶占比高達50.4%，從成交量占比來看，07年來A股成交分佈一直穩定，個人投資者占比85%左右。相比而言國外的市場均是機構投資者為主的市場，美國標普500當中個人投資者僅為14.1%，香港市場中個人投資者約為27%，英國市場中個人投資者占比為17.5%，即使是同樣為發展中國家的印度，個人投資者也僅為13.9%。

估值水準：市盈率、市淨率和國債收益率對比。（1）A股市場估值絕對水準較高，但相對水準較為合理。市盈率的角度，目前主機板17倍、中小板56倍、創業板70倍，而標普500為20倍，納斯達克39倍。如果考察PE所處的百分位水準，主機板為16%、中小板為51%、創業板為35%，標普500為59%、納斯達克為43%。市淨率（LF）的角度，情況類似，主機板1.7倍、中小板4.5倍、創業板6.2倍，而標普500為2.9倍，納斯達克3.6倍。百分位水準主機板為8%、中小板為38%、創業板為36%，標普500為91%、納斯達克為84%。（2）A股市場的高估值與低利率和企業盈利高增速有關。目前世界主要國家的利率水平均處於05年至今歷史中的最低水準，中國十年期國債收益率為2.75%，基本處於歷史最低水準，股市估值並未處於歷史的最高水準，相較於債市擁有更大的吸引力。此外，創業板、中小板雖然估值高，但是在全國範圍內也擁有更高的淨利潤增速。

風險提示：經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期，海外市場大幅波動。

大市導航

造紙輕工：半年度盈利大幅增長，產成品提價加速

上半年，造紙子行業營業收入增速為 8.95%，歸屬上市公司股東淨利潤的增速為 297.70%，淨利潤增速在所有細分子行業中增速最高。從股價表現來看，上半年造紙行業指數下跌 15.46%，相對滬深 300 指數上漲 0.78%，在所有細分子行業中排名第二。重點跟蹤上市公司中，太陽紙業、中順潔柔的機構持股比例較高。

原材料木漿價格持續下降。上半年，造紙企業主要原材料木漿價格持續下降，其中闊葉木化學漿外商平均價同比下降 8.64%，針葉木化學漿同比下降 9.38%，即使考慮匯率因素，以人民幣計價的原材料採購成本也有所下降。8 月底，闊葉木化學漿外商平均價周度數據僅為 485 美元/噸，針葉木化學漿外商平均價周度數據僅為 581 美元/噸，價格呈現加速下降趨勢。預計下半年木漿價格將繼續下降並底部運行，木漿價格的下降將進一步節約造紙及紙製品企業的原材料採購成本，盈利能力持續提升。

溶解漿價格持續有力上漲。充分受益於需求好轉及下游粘膠纖維價格上漲，溶解漿價格持續上漲。上半年溶解漿內盤平均報價為 6738 元/噸，同比上漲 653 元/噸。下半年價格上漲速度加快，其中太陽紙業的合同價 7 月、8 月各上調 300 元/噸，8 月報價高達 8200 元/噸。華泰股份、青山紙業的溶解漿合同價也都上調到 8000 元/噸。

白卡紙提價逐步落實。從 15 年下半年至今，白卡紙生產企業數次發出提價函，共計提價 500 元/噸。從整個行業來看，白卡紙提價落實情況一般。6 月底白卡紙出廠價較年初上漲 57 元/噸。由於白卡紙產能集中度較高，產能較大、議價能力強的企業提價落實情況較好。其中晨鳴紙業分地區分別提價 80~200 元/噸不等。由於白卡紙產能過剩的現象仍然存在，且下半年湛江晨鳴 60 萬噸白卡紙（液體包裝紙）產能投產也將對市場產生一定的衝擊，預計下半年白卡紙價格將運行平穩。個股推薦：太陽紙業、晨鳴紙業、華泰股份。

風險提示：機制紙原材料價格上漲，產成品需求下滑、價格下降。

資訊科技服務：精選賽道，聚焦產業真成長—電腦 16 年中報總結

科技的創新從未停止，從過去幾年圍繞智慧手機，到未來圍繞雲計算、大資料、汽車、VR、人工智慧等等，硬體層的提升和自主可控是基礎，而“資料化”和軟體演算法的提升則是脈絡，智慧駕駛、人工智慧等將使得資料的應用形成爆炸式的增長。

此外，《“十三五”國家科技創新規劃》，是自黨的十八大以來吹響建設世界科技強國號角後的第一個科技創新規劃，意義非凡。對電腦行業來說，未來 10 年在資金、人員、產業政策上的支援力度空前，那些符合產業大方向，擁有關鍵技術和在產業鏈中擁有獨特地位的公司擁有長期投資價值。

從估值角度來看，部分電腦公司投資價值已逐漸顯現，唯一等待的就是時間。機構目前對電腦的配額已經在低配到標配左右，對於產業趨勢向上的電腦行業來說，配額低則意味著機會。

利好因素：我們在報告《從增發過會看投資機會——海通電腦投資方法論（4）》中指出，8、9 月份開始進入電腦公司增發過會的高峰期，預計有 15 例過會。利空因素：解禁。在報告《電腦公司解禁的那些事兒——海通電腦投資方法論（5）》中，未來一年電腦行業解禁理論規模 1588 億，2016/12 和 2017/1 解禁壓力最大，兩個月共占解禁量的 63%。

2016/8—2016/11 月解禁最小，只占 11%，三季度是相對安全的。

2016 年上半年電腦行業營收同比增長 15.3%，較去年同期的 10.5% 有所上升，為近六年最高。行業整體淨利潤增速高於營收增長，上半年淨利同比增長 26.2%，去年同期為 23.2%，高增長趨勢依舊。

總體評價，對於電腦行業來說，2016 年上半年高增長勢頭依舊，這也驗證了我們年初時的判斷，上半年電腦行業增長會非常好。同時，考慮到部分細分行業，如智慧城市、資訊安全等，存在收入確認季節性因素，或者短期項目確認週期因素，四季度相對是集中確認期，預計全年電腦行業營收仍將保持較高增長。

風險提示：短期市場波動風險、系統性風險。

紡織與服裝：泛娛樂化時代啟幕，衍生品經濟乘東風

泛娛樂化時代到來，IP 內容市場火爆的同時，IP 衍生品市場也大有可為。目前，包括動漫、遊戲、影視、網紅、明星等泛娛樂領域多點開花，IP 內容產業表現出井噴態勢。我們認為，在 90 後成為消費主力、消費升級、政策推動等多因素的共同驅動下，IP 內容市場的火爆仍將持續。同時，IP 衍生品變現存在較大提升空間，衍生品市場大有可為。初步計算，我國泛娛樂衍生品市場規模超過 1000 億元。

為尋找適合我國衍生品發展的模式，我們研究了日本和美國動漫衍生品兩個成熟市場的模式。結合我國衍生品市場目前的發展現狀，我們認為，照搬美國及日本的衍生品開發模式不具有可行性。但同時，日本與美國的衍生品開發具備一定的共性：均存在一個對接數量眾多的上游 IP 與品類豐富的下游衍生品的綜合性組織，負責 IP 衍生品運營中的綜合事務。這一組織的存在，提升了衍生品開發的效率，使變現的效益得到最大化；並且，使眾多不具備規模變現能力的小型 IP 的變現成為可能。我們認為這一共性存在必然性，同樣適用我國剛剛起步的 IP 衍生品市場。

基於此，我們判斷，IP 衍生品綜合運營平臺或是未來衍生品市場的發展趨勢。這一平臺的基本模式表現為：從上游的 IP 方獲得授權，再將 IP 向下游的品牌方或製造商進行“二次授權”，而公司可以根據自身所具備的能力，參與授權分發、衍生品設計、生產加工、宣發銷售、供應鏈服務等服務中的一種或多種，其核心競爭力體現在資料分析、供應鏈管理、產品設計、整合行銷等多方面。

我們看好 IP 衍生品行業未來的發展前景，紡織服裝行業相關公司不同程度具有在衍生品市場的卡位及競爭優勢。重點推薦：美盛文化。建議關注：華斯股份、南極電商、多喜愛及星期六等相關標的。

風險提示：盜版盛行、並購後整合不及預期、經濟持續下滑。

電子設備與儀器：蘋果或推無線充電後蓋，推薦碩貝德等個股

轉自臺灣經濟日報的消息，蘋果衝刺無線充電應用，傳將推出 iPhone 專用的無線充電背蓋，並對聯發科發出 RFQ（報價清單），請聯發科送樣。聯發科過去主要供應非蘋陣營手機晶片，此次蘋果要求其送樣無線充電晶片，是聯發科首度有望躋身蘋果供應鏈。

iPhone 有望加速技術標準融合，或將極大促進無線充電普及！在消費電子領域主要有三大無線充電標準：Qi、A4WP 以及 PMA，後兩者在 2015 年 1 月合併成為 AirFuel，由此無線充電市場變成了 Qi 和 AirFuel 兩大陣營：（1）WPC 推出的 Qi 標準目前佔據市場主流地位，普及率最高，手機廠商大量採用，成員包括微軟、松下、三星、索尼、東芝、LG，宜家的傢俱也基於該標準；（2）AirFuel 技術穿透性比 Qi 強，目前成員囊括 Intel、博通、高通、三星、星巴克、麥當勞和 AT&T 等 170 家成員企業。我們認為 iPhone 的加入將極大推動行業標準的統一化，無線充電前期進展緩慢的重要障礙有望得以化解。

關注產業鏈投資機會！從產業鏈來看，無線充電產業鏈包括原材料、器件、模組封裝、終端應用四個環節，整體來看，上游零部件環節壁壘較高，模組封裝環節相對最易突破，電源晶片、磁材、傳輸線圈是最為關鍵的三大零部件，技術含量和附加值較高。從產業鏈參與度來看：（1）電源晶片參與者以高通、TI、Intel 等國際巨頭為主，聯發科也有望參與 iPhone 無線充電晶片環節；（2）磁材領域 TDK、村田佔據優勢，國內橫店東磁、天通股份也有參與；（3）傳輸線圈領域客制化特徵明顯，國內碩貝德、順絡電子都已推出無線充電線圈產品；（4）電感材料磁通性要求高，TDK、村田能夠量產電感材料，國內電感龍頭順絡電子也在進行相應佈局；（5）模組封裝環節壁壘相對不高，國內欣旺達、德賽電池、比亞迪等在模組封裝領域有性價比優勢，將受益無線充電發展進程，並有望主導這一環節！

關注相關標的：欣旺達（2013 年加入 WPC，能夠供應手機背夾電池、接收和發射無線充電信號的手機配件等等無線充電產品）、橫店東磁（軟磁材料給 iWatch 供貨）、天通股份（正在開展電子

設備和電動汽車無線充電裝路的研究）、碩貝德（2013年給中興無線充電手機供貨，具備量產能力）、順絡電子（無線充電線圈已量產）、立訊精密（供應 iWatch 無線充電模組）、信維通信（無線充電產品已經逐步供貨）、特銳德（已推出適用於 Tesla 等車型的無線充電技術）、科陸電子（公司正開發開發新能源汽車無線充電技術）、聯發科（有望供應 iPhone 7 無線充電晶片）等。

風險提示：無線充電不及預期。

燃氣公用事業：改革效果顯現，投資機會來臨

歸屬淨利潤分析：16H1 扣非後利潤增速為 1%，開始企穩反彈。16 年 H1，14 家燃氣公司歸屬淨利潤平均增速為 1%，比 15 年上半年 13% 的增速降低了 12 個百分點，顯著慢於 13-14 年 18% 以上的增速，但好於 15 年 -2% 的增速；扣非後歸屬利潤增速為 7%，相較 15 年上半年 30% 的增速降低 23 個百分點，同樣大幅放緩，慢於 13-15 年增速。扣非歸屬淨利潤增速最快的 3 家依次是：升達林業（+346%）、長春燃氣（+90%）、大眾公用（+78%），超額增速分別源於收購並表、虧損業務剝離、資產處置。

收入分析：16H1 整體下降，價格下行為主要制約因素。16H1，14 家燃氣公司營收平均增速為 1%。

（1）終端配售平均降低 1%，主要源於單位氣價的降低（平均降低 0.34 元/方）。可以發現，價格的下降的確促進了售氣量的提升（平均增長 7%），從目前價格下降和需求提升對收入的綜合影響來看，價格的負面影響佔據主導，使整體收入下行。（2）中游管輸收入平均減少 34%，雖然從售氣量我們可以推測輸氣量在提升，但在國家“放開兩頭，管住中間”的氣改總體思路下，上半年國家相繼出臺措施降低管道運輸價格，未來將給予管輸業務固定的利潤率。在此背景下，相關公司的管輸費總體出現大幅下降。

（3）工程安裝收入平均降低 12%，主要源於經濟下行、房地產低迷，相應的新裝需求下降。

盈利能力分析：毛利率上升明顯，中上游對下游讓利效果初步顯現。16H1，14 家燃氣公司綜合毛利率為 21%，同比下降 1 個百分點。綜合淨利率為 8%，同比下降 1 個百分點。分業務來看，終端配售業務毛利率為 26%，同比上升 3 個百分點；中游管輸業務毛利率平均為 29%，同比下降 1 個百分點；工程安裝毛利率 50%，同比基本持平。可見天然氣改革雖然剛剛起步，但中上游對下游消費端的讓利效果已經開始顯現。2015 年兩次調價使門站價下降，下游燃氣企業的採購成本普遍下降，毛利上升；中游管道由於國家的監管和輸氣費調控，毛利下降明顯。

費用控制：同比持平。16H1，14 家燃氣公司管理費用率平均為 4%，同比持平；財務費用率平均為 2%，同比持平；有息負債率平均為 27%，同比下降 3%。總體來看，燃氣公司的費用管理較好，負債率略有下降。

投資建議。估值低位元，價格改革加速，進入中期價格下降通道，建議增持。個股方面，建議關注：派思股份（下游最有前景的分散式天然氣，股東收購國外燃氣輪機公司，掌握行業稀缺資源）；深圳燃氣（經濟發達，人口淨流入，降價提升需求最敏感）；百川能源（京津冀概念，產業遷入帶來新增需求）。

風險提示。（1）宏觀經濟持續下行，制約需求提升。（2）價格調整政策不達預期。（3）國際油氣價格波動。

保險：NBV 增速創下新高，期待未來轉型紅利——保險行業 2016 年中報回顧暨三季度投資策略

投資要點：2016 年上半年，四家保險公司淨利潤整體同比下滑 28.0%，主因投資收益大幅減少、準備金折現率假設下調，符合市場預期。但壽險 NBV 整體激增 46%，增速創下近 10 年來新高。產險綜合成本率保持平穩，承保盈利預計將改善。

險企堅持推進價值轉型，管道、產品、隊伍、客戶結構全面優化，未來轉型紅利可期。維持增持評級。

2016 年中報業績：壽險 NBV 超預期增長，淨利潤如期下滑。1) 四家保險公司淨利潤整體同比下滑 28.0%，其中國壽、太保、新華分別減少 67.0%、45.6%、50.6%，僅平安逆勢正增長 17.7%。2) 國壽、太保、新華的淨資產較年初分別減少 6.1%、4.8%和 0.2%，平安增長 8.9%。3) 四家保險公司壽險 NBV 整體超預期大幅增長 46%，其中國壽、平安、太保、新華 NBV 分別增長 50.4%、42.7%、55.9%和 18.1%。

利潤下降的主要因素：投資收益大幅減少、傳統險準備金折現率假設下調。1) 利率下行疊加股市低迷導致投資收益大幅減少。國壽、平安、太保、新華總投資收益率較上年同期分別下降 5.0pt、3.3pt、1.9pt 和 5.2pt；總投資收益同比分別大幅減少 49.1%、51.4%、31.9%和 48.2%；浮盈較年初共減少近 373 億元。2) 傳統險準備金折現率假設下調導致準備金多提，減少了稅前利潤。國壽、太保、新華因精算假設變更減少稅前利潤分別高達 107.3 億元、40.31 億元、15.5 億元。

壽險 NBV 整體激增 46%，增速創下新高，遠超市場預期。1) 個險代理人超預期地延續了 2015 年以來的高增長趨勢。國壽、平安、太保個險代理人數量較年初進一步增長 31.8%、20.2%和 20.7%，新華略有減少。2) 新業務價值高增長的驅動因素包括：1 工業經濟下行與保代考取消導致增員難度下降，代理人較年初繼續大增；2 保險公司加強代理人培訓與考核，有效提升代理人品質與人均產能；3 保險公司推進價值轉型，產品價值率保持穩定，且負債成本開始下降；4 保險公司推進客戶經營轉型，進行精準行銷與個性化服務；5 低息環境降低了保單銷售難度。

產險綜合成本率保持平穩，中國太保承保盈利改善。1) 全行業產險業務增長進一步放緩，但大型上市產險公司保費增速整體略有提升。2) 中國財險、平安產險、太保產險綜合成本率分別為

95.0%、95.3%和 99.4%，較去年同期分別增長 0.3pt、1.7pt 和-0.1pt，預計中國太保綜合成本率將進一步改善。

保險業務轉型，管道、產品、隊伍、客戶結構全面優化，期待轉型紅利。1) 期限結構方面，長期期交保費占比上升。2) 管道結構方面，個險保費占比上升。3) 產品結構方面，保障型產品占比上升。4) 隊伍結構方面，活動率、人均產能提升；有效人力、績優人力占比提升。5) 客戶結構方面，客戶經營能力提升，老客戶加保占比上升。6) 投資結構方面，非標、另類資產占比上升，定期存款占比下降。7) 保險公司在管道、產品、隊伍、客戶經營等方面的全面轉型將有助於通過調整保費結構、利潤結構、價值結構來抵禦利率下行帶來的利差收窄問題，並將持續釋放轉型紅利，從而保持業績的長期可持續增長。

估值較低，中報壽險 NBV 增長超市場預期，推薦中國太保和中國平安。市場對於利差收窄和利差損風險已經充分反應，悲觀預期或將改善，而低息環境下，保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單保費和新業務價值增速仍會較快。

不確定性因素。權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

盤江股份（600395）：業績環比大幅改善，彰顯管理層融資決心

1、股價有安全性，年初至今漲得最少的煤炭股。只漲了 5-10%，而其餘公司普遍漲了 50-80%，漲得少的原因是之前公告做國企改革、做管理層持股，但國企改革進度嚴重低於預期。2、利空出盡。兩周前公司公告更改定增方案，不做管理層持股，但股價微跌，市場對公司的預期已形成一致，利空出盡。3、公司二季度釋放業績，盈利 1 億，而一季度虧損 1 億，是行業內業績環比改善最大的公司。綜合考慮，年初至今漲得最少的煤炭股，股價有安全性，管理層不參與定增，利空出盡，公司二季度釋放業績，積極推薦。同時，也提醒投資者我們最近關注的重點公司：兗州煤業、陝西煤業、西山煤電、潞安環能、冀中能源。

風險提示：定增方案存在較大不確定性，公司煤價變化或慢於市場。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本

檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。