

宏觀

刺激步入剩宴，風險日益增多

全球股市暴跌，煤炭金屬大漲。上周美歐日股市大跌，韓印等新興市場股市跟隨下跌，油價大跌黃金大漲，煤炭和工業金屬價格普漲，國內股債震盪。

美國大選膠著，加息預期仍高。美國10月新增就業降至16.1萬略低預期，但薪資增速創新高。美聯儲11月繼續維持利率不變，但市場預計美國12月加息的概率仍接近2/3。11月8日將迎來美國大選，目前選情膠著，各類民調顯示希拉蕊對特朗普的領先度從5%左右降至2%，由於兩位候選人的政策主張相差甚遠，這也給全球經濟增加了極大的不確定性。

刺激步入剩宴，黑色價格大漲。前期刺激政策令地產、汽車銷量猛增，但也帶來了房價暴漲、通脹反彈等後果，而在經濟企穩之後，目前政策轉向防風險，也意味著下游地產汽車銷售趨降，經濟下行風險增加，復蘇步入剩宴階段。而上周黑色系的煤炭、鋼鐵價格再度大漲，也意味著PPI將繼續大幅回升，並推動CPI繼續反彈。

貨幣利率難降，防風險促改革。上周央行繼續大規模投放資金，貨幣利率顯著下降，流動性短期改善。但央行在流動性改善之後立即祭出MLF操作鎖短放長，提高了其供給市場的資金成本，也意味著短期內貨幣利率難以明顯下降。而近期政府推動電改、土改和政務改革，同時央行繼續加強針對地產的金融調控，這也意味著防風險和促改革是當前主要的政策方向。

風險日益增多，小心仍為上策。當前全球風險因素日益增多，美國大選依然膠著，本周大選結果撲朔迷離。而12月美國或再度加息，義大利的修憲公投也將在12月登臺。國內房價、商品價格的暴漲使得央行貨幣政策承壓，而防風險也成為主要政策方向，貨幣利率也穩中有升，對地產的調控在持續加碼，而這又使得未來經濟下行風險增加。展望未來，我們認為小心謹慎仍為上策，儘量配置安全資產。

策略

保持積極

10月以來國內外利空不斷，市場卻連續四周上漲，成交量放大、融資餘額上升，說明市場已經很強。積極因素如國改加速、三季報業績改善。2015年中來，黃金、房價、債券均上漲，股指僅為高點的六折，資產比價中較優。年底重視么蛾子，關注券商、電腦、傳媒。1月底就提出單邊熊結束，步入震盪市，底部已緩慢抬升，振幅將向上突破。消費居中、兩頭進攻，如國改、券商、真成長。

風險提示：經濟超預期下行風險，改革進度不達預期風險。

大市導航

乳品行業 10 月月報：進口仍是抑制國內奶價的重要因素

國內原奶價小幅回升，國際價格普遍環比上漲。10 月 26 日主產區生鮮乳價格 3.44 元/kg，10 月生鮮乳均價 3.45 元/kg，環比上升 0.22%。9 月國內主要原料奶產區價格環比下跌 0.01%，其中華北、西北地方漲幅較大，分別環比上漲 2.56%、0.92%，華中、東北地區分別下跌 2.07%、1.25%。國際上，11 月 1 日，恒天然全脂奶粉拍賣均價 3317 美元/噸，環比增 20.18%；8 月份，美國 A 級脫脂奶粉均價 1864 美元/噸，環比下跌 2.13%。8 月 20 日-9 月 4 日，大洋洲脫脂奶粉均價 2100 美元/噸，環比增 5.0%，全脂奶粉均價 2750 美元/噸，環比增 3.29%；同期，歐盟脫脂奶粉均價 2100 美元/噸，環比增 1.82%，全脂奶粉均價 2725 美元/噸，環比增 1.87%。

國內乳品進口量升價減，國際奶粉出口同比減少。國內原奶供給方面，8 月種牛進口量同比減 27.66%。進口方面，1-8 月工業奶粉共進口 48.04 萬噸，同比增 14.2%；嬰幼兒配方奶粉進口 13.4 萬噸，同比增 32.3%；液態奶共進口 43.64 萬噸，同比增 65%。2016 年 1-7 月，主要乳製品出口國共出口奶粉 227.12 萬噸，同比減少 3.7%。飼料原料價格方面，8 月份國內玉米價格環比下降 1.4%，同期，豆粕價格環比下降 2.5%；8 月份苜蓿草進口量環比上升 11.92%，同期，燕麥乾草進口量環比上漲 29.22%。

乳製品產量快速增長，主要產品價格相對穩定。9 月國內乳製品產量同比上升 6.1%；前三季度乳製品 7 家上市公司共實現收入 685.4 億/+0.4%；歸母淨利潤 47.8 億/+22%。10 月 28 日，優酪乳零售價 14 元/公斤，同比增 1%，環比降 0.14%；牛奶 11.2 元/公斤，同比增 1.4%，環比持平。主要奶產品價格相對穩定。

市場表現。1-10 月乳製品板塊上漲 1.70%，上證綜指下跌 11.59%，乳製品板塊跑贏大盤 13.29 個百分點。板塊中漲幅前三名為燕塘乳業、三元股份、伊利股份，漲幅分別為 24.70%、15.30%、11.85%，跌幅前三名為貝因美、科迪乳業、光明乳業，跌幅分別為 20.63%、11.10%、9.18%。

投資建議：上游勿喜，中游勿悲。1H17 之前國內奶價維持低位利好行業毛利率維持高水準，產品結構升級對毛利率的拉動作用仍將持續。原奶價格大幅波動、下游需求不足以及行業近兩年競爭激烈推動市場集中度持續提升，有利於後期行業銷售費用率降低。乳製品行業告別高增長後，內部分化逐漸凸顯。擁有全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力的龍頭企業未來增長趨勢更為明確，重點推薦伊利股份：1) 增發 90 億元用於收購中國聖牧 37% 股權及建設高附加值乳品項目，有利於公司建立在有機奶市場的絕對優勢地位並獲得上游優質奶源，同時也有利於公司擴大市占率；2) 四季度國內外宏觀環境複雜，市場風格偏向穩健，低估值白馬龍頭值得重視。與白酒龍頭相比，公司當前股價對應 16 年 PE 僅 18 倍，從長期成長性角度判斷未來仍有估值修復預期；3) 公司 15 年銷售費用超 130 億元，歸母淨利潤 46 億元，未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大確定性強。

主要不確定因素。食品安全問題；經濟下滑對需求影響，消費低迷。

有色金屬：11 月投資組合堅守底部品種

株冶集團 25%：盈利明顯反彈。

盛屯礦業 25%：近一周鈷中游漲價近 9%，需求穩增。

南山鋁業 15%：鋁板塊動態估值最低。

貴研鉑業 15%：貴金屬避險。

雲海金屬 10%：業績優異。

洛陽鉬業 10%：優質白馬。

此外，臨近年底稀土收儲預期漸濃，板塊回檔明顯有反彈基礎；但仍需警惕流標風險。

風險提示：系統性風險。

【合規提醒】自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【600711 盛屯礦業】超過總股本 1%。

傳媒：板塊反彈持續，關注教育

關注教育板塊政策變化：課外輔導行業受益、線上教育受益，關注動上光電、新南洋、立思辰、全通教育、方直科技。傳統媒體公司股價持續上升，轉型升級推進這類公司改革：皖新傳媒、出版傳媒、吉視傳媒、鳳凰傳媒。泛娛樂板塊、行銷、互聯網板塊估值回落，部分個股估值已經較低，關注低估值或者 PEG 較低個股：焦點科技、當代東方、星輝娛樂。

風險提示：市場系統性風險。

鋼鐵：看好鋼鐵板塊

成本推動鋼價上漲，鋼企盈利小幅提升。過去一個月，鋼價漲幅明顯，但占鋼材總產量約 85%-90%，產品盈利幾乎沒有變化，約 10%-15%的產品中等程度改善，如熱軋類產品。因此鋼價上漲絕大部分來自成本推動。

需求好轉不明顯，鋼企開工率持續下行。需求雖然同比增速略有加快，但部分是基數原因。全國高爐開工率過去一個月不斷下行，臨近需求淡季，預計成本掉頭之日，也是鋼價掉頭的時候。

市場對鋼鐵供給側預期仍在，看好鋼鐵股價。過去三個月鋼鐵股票和盈利背離明顯，這是過去 17 年第三次，我們認為仍可持續。

建議關注新興鑄管。公司是 2014 年 7 月第一批央企改革試點之一，繼續剝離不良資產，涉足 PPP 項目，增發價位附近。

風險提示。政策風險。

公用事業：霾空下的投資

又到入秋霧霾季。北京啟動了空氣重污染黃色預警，PM2.5 最大值達到 291，雖然相比往年數值有所降低，至今未曾超過 300，但影響程度卻絲毫未減。想必北方的小夥伴除了吐槽生活品質外，也在琢磨著能不能從霧霾中尋找投資機會。感性上，大家都理解霧霾跟環保股之間有著聯動關係，我們梳理了 11 年至今的霧霾事件和環保股走勢，簡單地用資料去探索霧霾和環保股之間的關係。幾個有趣的發現，供大家參考。

1. “無巧不成書”，霧霾每年出現的時間點有高度規律性。

我們用了美國駐中國大使館和中國環保部的日平均 PM2.5 資料，並把日均 PM2.5 >300 作為嚴重污染天氣的觸發指標，尋找了京城霧霾時間點的規律。有意思的發現：除 16 年以外，每年重污染（PM2.5 >300）的日期極具週期性，11-15 年的 5 年中，有至少 3 年時間，在 1 月 15 日前後、2 月 24 日前後、10 月 7 日前後都出現了重污染天氣。我們覺得除了供暖帶來污染物排放量提高的秋冬因素外，如此“無巧不成書”，預計與每年“低壓”、“緩風”氣象條件的週期性也有關。

2. 歷史經驗告訴我們嚴重污染霧霾天氣後 3 天內環保股大概率有超額收益。

正如前文所述，11-15 年的歷史資料告訴我們入秋後北京大概率會有重污染天氣。我們分析了環保指數在入秋第一次嚴重污染後連續 9 個交易日走勢，結果也很有意思，11、13、14、15 年環保指數在入秋第一次嚴重污染後的 3 個交易日內相對滬深 300 和創業板都有明顯的超額收益（其中相對滬深 300 分別達到 1.8%、4.6%、4.3%、5.65%，相對創業板分別達到 1.1%、3.9%、3.8%、2.23%），而 3 個交易日後，超額收益開始收窄；而入秋後沒有出現嚴重污染的 12、16 年，環保指數相對滬深 300 和創業板都沒有超額收益，16 年收益甚至相對為負。總結歷史經驗，入秋第一次出現嚴重污染（PM2.5 >300）霧霾天氣後環保股大概率會有超額收益，而 PM2.5 不超過 300 的霧霾天氣則不具備相關效應。

3. 環保股中，哪個子版塊最受益？

在大家的投資習慣裡，投資板塊時，一定會去關注相關程度最大的子版塊和公司。因此投資霧霾效應時，我們想當然的會去關注大氣股，覺得大氣股的漲幅理應大於固廢和水務股，資料的結果卻顯示不盡然。我們選取了大氣、固廢、水務的幾家龍頭公司，統計了其在國慶日後 3 個交易日的漲幅。發現在 11、12、13、16 年入秋第一次嚴重污染後 3 天，大氣股相對固廢和水務股其實並沒有出現明顯超額收益。而 14、15 年，大氣股公司在入秋第一次嚴重污染後 3 天的超額收益則甩開了其他子版塊中的龍頭公司。

4. 投資建議：關注：金海環境（空調與空氣淨化器濾網領軍企業），清新環境（煤電超低排放技術領先，積極佈局鋁業煙氣治理）。

風險提示：系統性風險。

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。過去的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。