

2016年11月11日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀

### 需求已落，生產仍旺？

從中觀行業資料看，10月經濟整體表現為“需求已落、生產仍旺”。從終端需求看，地產、汽車均較9月走弱，且11月上旬地產銷量跌幅仍大。但從工業生產看，不僅發電耗煤增速再上臺階，與地產基建相關的重卡銷量增速、與生資需求相關的鐵路貨運量增速均創新高。

但工業生產改善持續性存疑。其一，終端需求已明顯回落。其二，鋼鐵、化工等行業開工率已拐頭向下，且粗鋼產量也明顯回落。其三，發電耗煤增速走高部分緣於低基數，而治超新政則間接導致重卡銷量和鐵路貨運增速創新高。其四，價的漲幅遠勝過量的漲幅。

需求：下游地產走弱，乘用車、家電回落，紡織服裝、文體娛樂弱改善，批零尚可。中游鋼鐵、水泥弱改善，化工走弱。上游煤炭改善，有色仍弱，交運改善。

價格：9月70城房價同比、環比漲幅均擴大，上周國內生產資料價格繼續大漲。

庫存：下游地產、乘用車回升，紡織服裝低位。中游鋼企、水泥企業補庫存，化工去庫存。上游煤炭補庫存，有色去庫存。

### 分行業觀察：

下游：地產：11月上旬地產銷量依然負增，上周土地成交面積略降。乘用車：10月乘用車銷量增速明顯回落，成交價格繼續降。家電：10月50家家電零售增速歸零，需求弱疊加低基數消退。紡織服裝：10月紡織服裝出口降幅收窄，50家零售增速回升。商貿零售：10月50家零售增速略回落，主因家電大跌拖累。文體娛樂：上周電影票房、觀影人次同比增速均由負轉正。

中游：鋼鐵：上周鋼價、毛利上升，高爐開工率降，社會庫存去化。水泥：上周高標水泥價格繼續上漲，庫容比繼續回升。化工：上周滌綸POY價格續漲，滌綸POY庫存天數繼續回升。重卡：10月重卡銷售火爆，同比再創新高，環比創同期新高。電力：11月上旬發電耗煤同比增速回落，環比創同期新低。

上游和交運：煤炭：上周煤炭價格繼續全線大漲，港口煤炭庫存繼續回補。有色：上周LME銅、鋁價格續升，LME銅、鋁庫存繼續去化。大宗商品：上周國際油價大跌，CRB指數升，美元指數大幅回落。交通運輸：10月國家鐵路貨運增速續升，上周BDI、CCFI均反彈。

## 策略

### 市場新高，保持積極

①昨日市場大漲至 3172 點，上證綜指漲 1.37%，創 1 月底 2638 點以來新高。特朗普當選後美股大幅反彈，黃金回落，全球市場風險偏好回升。週報《保持積極》中就指出，美國總統換屆不改 A 股向好趨勢。

②前期報告《更樂觀的未來》、《保持積極》中分析過，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，市場已經很強，積極因素如國改加速、三季報業績改善。15 年中以來，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。

③1 月底提出單邊熊結束，步入震盪市，底部已緩慢抬升，振幅將向上突破。維持 10 月以來的樂觀判斷，保持積極。以消費為底倉，進攻如國改、券商、真成長。

風險提示：系統性風險。

## 大市導航

### 石油化工：傳統化石能源迎來發展良機

特朗普更加強調發展傳統化石能源，“石油是美國能源獨立的核心，美國政府應停止過度監管，努力加大對自身油氣資源的開採力度。”

期待油價企穩回升。我們認為只有油價先反彈才能帶動油公司加大資本投入。雖然可以通過減稅、降費等形式幫助油氣開採企業扭虧，但減稅的空間有限；我們認為要實現油氣開採企業盈利持續增長，油價上行將是必要條件。

關注兩類上市公司。（1）油氣開採。油價上行有助於油氣開採公司業績回升，彈性增強。相關公司包括新潮能源、洲際油氣、中天能源、新奧股份。（2）油服公司。加大油氣開採投入，將帶動油服公司訂單量提升，相關公司包括通源石油、傑瑞股份。

重點關注新潮能源（已轉型為油氣開採，通過並購獲得美國油氣資產，未來將受益於油價回升及產量增長）、通源石油（通過控股安德森油服，進入美國油服市場，將受益於美國油氣開採的快速發展）。

風險提示：原油價格回落。

## 煤炭：行業基本面仍好，煤炭大週期開啟

1、特朗普入主白宮，利好煤炭行業，5000 億美元的基建計畫疊加煤電鬆綁，未來美國煤炭需求將迎來正增長，全球煤炭大週期或將重啟。

2、煤價仍保持上漲趨勢，澳洲焦煤到岸價已達 268.8 美元/噸，較 10 月均價+15%，秦皇島港動力煤 5500 價格達 606 元/噸，較 10 月均價+5%。

3、煤炭期貨由於發改委抓違規資金和增加交易限制，因此短期存在一定的不確定性。

4、六大電廠庫存周環比+0.27%，三港庫存周環比+2.2%。進入 11 月，日耗煤均值為 55 萬噸，較去年同期+5 萬噸/+10%，我們認為，冷冬將至，供需格局仍好。

建議關注：中煤能源、冀中能源、開灤股份。

風險提示：去產能不達預期，政策變化風險

## 有色金屬：有色能走多久？

美國共和黨執政帶來基建發力預期。銅板塊首當其衝：原因需求拉動以及板塊動態估值低。看好底部品種：江西銅業以及南山鋁業。此外，還要隨時注意板塊輪動機會。

風險提示：美國基建低於預期。

## 農業：飼料行業變革進行時，全產業鏈角逐將漸成未來競爭態勢

飼料上市企業前三季度盈利大幅增長。A 股上市飼料公司三季報發佈完畢，整個飼料板塊前三季度收入和歸母淨利潤分別增長 6.2%和 39.2%，其中單三季度收入增長 7.5%，增速繼續提升。

利潤增長更多來源於飼料之外的業務增長。我們將上半年的各飼料企業的毛利增速進行了拆解。我們發現飼料企業的毛利增長更多的來源於除飼料之外的養殖業務（通威股份是因為新能源業務）。1）飼料銷量恢復性增長，增幅略低於預期；2）飼料毛利額增速並不顯著，單噸毛利略有下滑，一方面，可能與今年上半年短時期內豆粕大幅上漲有關，另一方面，也可能反映出市場競爭日趨激烈。

未來飼料企業的機遇與挑戰。1）機遇：生豬存欄繼續回升的確定性較大，有望帶動飼料銷量的進一步回暖；行業加速整合，優勢企業對中小企業的兼併重組和整合力度進一步加大；2）挑戰：我國畜禽肉類消費已經過了快速增長階段，飼料總需求量增速緩慢；規模養殖場自供飼料比例提升，市場化飼料需求規模或趨降。

飼料行業的競爭將升級為全產業鏈的角逐。通過對 2010-16 年飼料企業的資料分析以及行業發展形勢的展望，我們對 2017 年及未來的飼料行業形成幾點判斷：

- 1) 飼料總量的銷量上漲或非常緩慢，預計年平均在 2-5%，但仍較 2015 年的負增長和 2016 年的零增長好，對應上市企業的飼料銷量表現為恢復性增長，預計平均增速在 10%左右；
- 2) 企業之間的分化會更明顯，特別建議關注具有地緣優勢的企業和綜合競爭能力更強的企業；
- 3) 飼料企業產業鏈延伸的決心會更堅決，投入也會更大。從稍長一點的角度看，飼料企業將進入到屠宰和食品環節；
- 4) 未來在對飼料企業的評價上，銷量可能不再是最主要的指標，養殖效率、規模擴張可能是更重要的指標。因為養殖業務天然的週期性，會導致飼料企業原來穩定的盈利預期弱化，進而估值中樞下移不可避免。短期來看，2017 年飼料企業的盈利增速更多地依賴於養殖行情。

不確定因素：原材料價格波動，飼料需求持續低迷。

### **鋼鐵：供給側改革推進將改善行業基本面**

美國大選落定，美國鋼鐵股漲幅明顯。受大選落定影響，美國鋼鐵收漲 17%一周漲近 40%，紐柯鋼鐵收漲 12%一周漲 20%，歐洲的安米略遜收漲 9%。但整個東亞的鋼鐵股最近幾乎沒動，包括浦項、新日鐵住金和我國鋼鐵股。

鋼價上漲，國際礦石巨頭股價受益明顯。由於我國螺紋現貨漲幅 24%，熱卷現貨漲幅 27%，但由於同期我國礦石期貨漲幅 50%、現貨漲幅 24%，焦炭漲幅更大，使得鋼企盈利受益不多。簡單核算，占總產量 85%左右的鋼材產品盈利略有改善，另外 15%左右的中度改善。過去兩個月全球礦石三巨頭巴西淡水河谷上漲 60%、澳洲必和必拓和力拓上漲近 30%。

走自己的路，漲自己的股。美國歷來對我國鋼材雙反的很厲害，因此美國搞基建我國鋼鐵業直接受益可能有限，這可能也是鋼鐵股並不跟隨美國的原因。但我們仍有自己的看漲邏輯，鋼價上漲雖然鋼企受益不明顯但仍在好轉，其次我國鋼鐵供給側改革仍在推進，這是鋼鐵業今明兩年較強的邏輯。建議關注新興鑄管。

風險提示：政策風險。

### **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。