

2016年11月14日

銷售部 - 投資策略

策略

繼續樂觀

市場有效突破，趨勢向好。(1) 美國總統大選靴子落地，A股連續五周上漲。上周受美國總統大選影響，週三指數一度大幅下挫，之後日內V型回升，週四週五大漲，上證綜指創1月底以來新高，收於3196點。我們在上週週報《保持積極》就曾指出美國總統大選對A股影響有限，如果特朗普最終當選，恐慌指數上漲有限，甚至可能短期見高點，類似6月英國脫歐公投前後變化。(2) IPO加碼不改市場向好趨勢。10月以來A股明顯走勢很強源於三方面因素：第一，市場前期盤整已經消化了地產調控、人民幣貶值等利空因素。第二，國企改革加速提升市場情緒。第三，A股三季度盈利好轉。上週五證監會再次核發了15家企業的IPO批文，籌資總額預計不超過112億，IPO明顯提速。有投資者擔心IPO提速影響市場趨勢，我們認為無需擔憂。

年底博弈濃厚，結構分化。(1) 近日“煤飛色舞”反映了年底行情的博弈特徵。上周週期性行業表現亮眼。週期股大漲的主要催化劑是11月9日特朗普大選獲勝演講中提到要加大基礎設施投資。目前投資比較關心的是“煤飛色舞”行情能否持續？從基本面上看，資源股的表現最終與商品價格相關，美國版的“四萬億”投資計畫能否真正執行有待觀察。此外，從國內市場來看，資源品價格的上漲對股價刺激彈性已經變小，比較煤價和煤炭行業指數走勢，兩者之間的裂口今年逐漸加大。(2) 年底重博弈，券商和國改股更優。過去半個多月我們一直提示，年底1-2個月行情博弈氛圍會很濃厚，這與公募基金年度排名有關。考慮年底博弈，從性價比角度看，我們認為券商比煤炭有色更優，券商目前PB僅為2.3倍，處於歷史分位數38%的偏低水準，16年Q3券商配置比例處於歷史低位元，深港通落地是短期催化劑，此外10月之後成交量不斷放大，從基本面來看券商更扎實。週期股中可選與國企改革相關的標的，即便沒有需求帶來的資源品價格上漲刺激，還有改革的中期邏輯。

應對策略：順勢而為。(1) 市場向上突破兌現，順勢而為。上周上證綜指有效突破3140點，創了2638點來的新高，並且伴隨成交量放大，向上突破已經兌現。繼續保持積極，市場強勢源於前期盤整已經消化近期利空、國企改革加速推進、三季報業績優異。後期密切跟蹤的事件如12月美聯儲議息會議，重點看會議聲明是鴿派還是鷹派，以及國內中央經濟工作會議對17年宏觀政策的定調。(2) 主機板看好券商和國改，中小創主推估值和業績匹配的真成長，消費仍是底倉首選配置。成長股經歷大半年的低迷後，部分偏白馬類公司估值和盈利已匹配，可精選業績優良個股。

風險提示。海外金融市場波動，政策調控市場超預期，國改不及預期

商品期貨多空“雙殺”，市場即將步入調整

上週五期貨夜盤，市場部分品種從漲停直接打壓至跌停，市場先是拉爆空頭，隨後打爆多頭，上演了罕見的多空“雙殺”事件。市場博弈演變成了政策博弈。

在此之前，期貨市場的瘋狂上漲，引起了監管層高度重視，先有發改委致函鄭商所，啟動關於動力煤的違規調研，後有三大交易所對過熱品種上調手續費與保證金比例，更有交易所罕見使用了 2015 年“6.25”行情中採取的期指限倉措施，進一步加大調控力度。儘管 11 月 9 日市場上漲格局並未改觀，但已經在上演最後的瘋狂。顯然，隨著量變到質變，11 月 11 日期貨夜盤市場的閃崩事件終於發生了，市場最不願意看見的上半年“4.25”行情重演了。

這次交易限制措施其實並不罕見，是交易所為了防範市場過熱、控制風險的舉措。但是，這次發改委直接致函期貨交易所還是個先例。

11 月 8 日，在交易所集體出手加上發改委調研的多重衝擊下，焦煤大幅回檔 2.80%。但顯然，漲勢並沒有因此打住。11 月 9 日的大漲和美國總統有一定關係。美國大選出乎整個市場的意料，導致美元大跌，因為美元跟商品是成負相關關係，所以黃金、有色金屬都出現了暴漲，黑色系以及有色可以說是趁勢上漲。

從發改委的態度來看，對熱門品種過熱的情況是比較擔憂的，不希望過快上漲，因為這樣可能導致落後產能死灰復燃，會影響供給側改革。維持大宗商品的價格基本穩定，也是給供給側改革留有空間。如果大宗商品，尤其是黑色系繼續暴漲，不排除交易所繼續推出更加嚴格的限制措施。如果是這樣，4 月份因為調控而導致市場行情逆轉的情況再度上演便不足為奇。

我們認為，大宗商品自去年 11 月底形成的牛市行情，恰遇天時地利人和，天時，聯儲加息利空出盡點燃了行情，地利，市場經過 5 年下跌多數期貨價格觸及商品成本，人和超發貨幣遭遇“資產慌”，使期貨成為新的風口。再加上國內供給側改革的不斷推進，助推商品期貨進入牛市。

此輪商品期貨行情分為資金推動，基本面與資金面以及基本面推動三階段，我們認為，目前已進入第二階段的調整階段，2017 年商品期貨市場將迎來第三階段行情。

當然對市場短期的上漲過快問題，尤其是脫離商品現貨價格，或助推現貨暴漲的行情，監管層一定會出重拳維護市場的穩定，對此的風險投資者要高度重視。

為此，預計本周開盤後商品期貨市場維持震盪調整是大概率事件，股市與期市產生的聯動板出現回檔難以避免。但我們認為，不足以改變 A 股當前的運行趨勢。

風險提示：政策調控風險。

橡膠調整後逢低是佈局機會

2016 年 11 月 11 日，商品投資者註定無眠，20%以上的波動讓多空都出現爆倉，獲利盤平倉、期貨公司強平、以及交易所限倉、調查配資等共同作用導致行情出現巨幅震盪，後市，橡膠調整後逢低是佈局機會：①宏觀面：特朗普當選後，重在加強基礎建設，對大宗商品價格形成長期利多；此外，發達國家 CPI 已經起來，中國供應側改革，雖然大宗商品出現調整，但大宗商品宏觀面沒有發生變化；②基本面：供應下降、需求增加

的格局還在延續，並沒有隨著商品冲高回落而出現調整；③技術面：商品屬性已經被啟動，以 20 日均線為標準，逢低建議佈局。

後市風險點：①價格雖有上漲，但產業客戶沒有大量買進動作（滬膠庫存還是很高）；②大宗商品金融屬性被部分啟動，當面對交割、換月時，投機客戶被動平倉讓金融屬性難以持續；③整個商品市場只有 4000 億保證金規模，市場結構相對狹小，投機資金買進後，出現波動巨大風險；④供應側改革讓漫長大宗商品熊市到了終點，但價格還在底部區域，歷史經驗告訴我們，當供應側改革過渡到需求側改革的時候，牛市才會來臨。

風險提示：系統性風險。

大市導航

傳媒：持續看好板塊反彈關注低估值與稀缺性

板塊觸底，且市場倉位低，所以近期反彈仍可以持續。但由於短期缺乏熱點催化，仍建議自下而上選股。推薦 1) PEG 較低的公司：星輝娛樂、帝龍文化；2) 前期回檔較多，行業稀缺的品種：中文線上。子版塊仍中長期看好教育和傳統企業的轉型和升級。教育關注：勤上光電、方直科技、立思辰；傳統媒體關注：皖新傳媒。

風險提示：系統性風險；中國 A 股回檔風險導致估值下降。

鋼鐵：鋼價處於頂部區域，繼續看好鋼鐵股

1、鋼價進入頭部。週五晚上黑色大幅震盪，使得各方謹慎，雖然鋼企焦炭、礦石、成品材方庫存仍在相對較低位置，但情緒可能受到影響，加上需求可能開始走弱，因此鋼價可能已經進入頭部區域。

2、盈利有一定程度好轉。過去一個月，80%以上的產品盈利改善不明顯，另外 15%左右的產品盈利中等程度改善。此外，我國鋼鐵礦石進口比例 75%，又馬上面臨冬季，因此不能指望盈利像二季度那樣太好。

3、供給側改革仍在持續。今年以來，中頻爐煉鋼淘汰約 2000 萬噸左右，各地督查壓力仍在持續，鋼材供給壓力有所減輕。國企改革和供給側改革仍在持續推進。

4、美國大選的問題總體是個利好，但實際上也要分開看。如果美國大規模基建，對我國是個利好，只是直接受益可能有限。其次，如果短期美國國內礦石供應不上，可能會推高國際礦價從而擠壓我國鋼企利潤。

5、繼續看好鋼鐵股。7 月以來，即使鋼價有較大波動，我們仍一直看好鋼鐵股，主要就是市場重新對鋼鐵供給側改革有預期。我們認為後市鋼鐵指數仍可看漲 15%左右。

建議關注新興鑄管，理由有 6 個：國企改革，河北是淘汰重鎮、試水 PPP 項目、剝離不良資產、增發訴求強、股價維持半年低位。

風險提示。政策風險。

有色金屬：寫在期貨暴跌後

期貨市場疾風驟雨變化，更需客觀資料冷靜分析。此輪有色品種龍頭為銅，細化分析供需基本面。

需求方面，20 世紀 90 年代，美國佔據全球 20% 市場，年需求量在 250-300 萬噸水準，彼時的中國市場僅在 200 萬噸以內。2000 年之後，中國需求以年均 12.5% 的增速攀升。2015 年中國銅需求約 1130 萬噸，占全球總量 50%。相較下的美國市場萎縮嚴重，2015 年全年需求僅約 180 萬噸，大約占全球總需求量的 8%。

供給方面，中國供給毫無疑問是全球供給主力，2015 年中國精銅產量占全球總量 40% 左右，自 2010 年年均 10% 的供給增速遠超全球 4% 水準。

供需對比，過去 5 年全球供給-需求在-50 萬噸至 50 萬噸的水準，供需平衡上下浮動約占供給總量的 2-3%。客觀而言，經歷 5 年時間的下跌，供需處於略平衡狀態。

就供需預測而言，中國供給側改革和美國共和黨的上臺無疑成為打破現有供需平衡的重要變數。首先是 2016 年 10 月中國的電解銅產量同比增速僅約 2%，相較於過去 5 年 10% 的年均增速顯然低於預期，雖然這個屬於滯後資料，但讓市場猛然發現，一貫印象中盈利能力尚佳的銅礦資源行業也開始進入寒冬。另一方面，共和黨大興基建的預期成為此輪銅價暴漲的催化劑。大膽假設，如果美國回到 2000 年之前的峰值需求量（大約 250-300 萬噸水準），需求增量就在 100 萬噸以上，外加中國供給增速下降，全球供給過剩約 50 萬噸的局面可能很快發生改變。

而自 2011 年銅 7.7 萬元/噸的高位回落到 2016 年初的 3.4 萬元/噸底位，跌幅超過 50%。2016 年 11 月之前，金屬市場的光鮮亮眼幾乎與銅絕緣，銅價漲幅僅約 10%。期貨市場的暴跌後，可能進入到供需結構不斷轉向的、更加健康的增長通道。

至於二級市場投資，相較於其他基本金屬板塊，銅板塊在過去 5 年時間幾乎被市場所“拋棄”，對於供給端增速的恐懼導致了底部行情的邊際彈性大：當前銅價只要上漲 10%，銅板塊的動態年化估值全部可以下降至 20 倍左右的水準，而龍頭江西銅業更是可以下降至 15 倍以內水準。銅這樣的大板塊可以吸納更多資金以及帶動所有其餘板塊，就板塊輪動而言，先白馬後小品種，一番一番輪動，情景可能極為生動。當然，不確定性我們也要著重提出，如果共和黨執政的基建投入力度低於預期，銅價漲幅也會受到影響。

個股方面，除了龍頭江西銅業、南山鋁業外，亦可關注紫金礦業——我們定義為被遺忘的銅企業。市場第一概念是一家典型的貴金屬企業。但細看年報可以發現：2015 年紫金礦業生產礦產金約 37 噸，礦產銅約 15 萬噸，礦產鋅約 20 萬噸。但從收入規模而言，貴金屬和基本金屬幾乎平分秋色。按照 5 萬元/噸的銅價計算，如果考慮貴金屬和鋅帶來的盈利，當前的動態估值（按照定增後近 800 億的總市值計算）16 倍，屬於低估品種。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

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。