

2016年11月28日

銷售部 - 投資策略

宏觀

高漲的情緒，趨弱的經濟

全球股市普漲，工業金屬新高。上周美股再創新高、全球股市普遍回升，石油煤炭價格穩定，黃金下跌而工業金屬價格再創新高，中國股市上漲債市趨穩。

美元指數新高，新興匯率普跌。上周公佈的美國10月經濟資料整體強勁，其中耐用品訂單漲幅創1年新高，表明企業投資可能正在開始回暖。10月新屋開工戶數升至逾九年新高，營建許可也好於預期，成屋銷售也頗為強勁。11月密西根大學消費者信心指數創5月以來最高。經濟資料向好推動加息預期繼續升溫、美元創出新高。而新興市場貨幣在最近兩周普遍大幅下跌，上週四土耳其央行意外宣佈加息。

補庫空間有限，通脹短期回升。本輪經濟短期回穩主要體現為庫存週期，但目前下游地產、乘用車、家電，上游的煤炭庫存均出現回升，意味著去庫存已基本結束，如果地產銷售、發電增速等繼續下滑，未來或將較快由主動補庫存轉為被動補庫存，這也意味著庫存週期接近尾聲。雖然近期食品和部分工業品價格見頂回落，但是由於11月商品價格整體漲幅仍高，因而無論PPI還是CPI短期均趨於回升。

貨幣政策偏緊，樓市調控仍嚴。上周人民幣兌美元跌破6.9，意味著資金仍在繼續流出。而央行投放基本持平，淨投放量比前一周明顯下降，流動性維持緊平衡。通脹回升和房價高位均制約寬鬆貨幣政策，而貨幣利率中樞的抬升意味著貨幣政策短期偏緊。媒體報導決策層對樓市調控依然嚴厲，如果房價再漲將直接問責，同時要求銀行進行貸款額度限制。

資金推高情緒，重視經濟基礎。當前全球的資本市場似乎都被流動性的變化所主導。美元大幅升值，資金回流美國，推動美股創出新高。而資金從新興市場流出，導致新興市場匯率大貶，股市普遍下跌。雖然人民幣匯率也創出新低，資金持續流出，但A股近期也創出新高，一個重要的原因或在於地產調控趨嚴、使得資金從房市流入股市。回想14、15年的股市大牛市也始於地產資金流出，但最終由於缺乏經濟基礎而夭折。而目前無論是地產銷量、發電量增速的下滑，還是地產、煤炭等庫存的回升，均意味著本輪庫存週期已經接近尾聲，經濟再度下行的風險值得高度重視。

策略

震盪市走向牛市——2017年A股投資策略

資產比較，A股是一個優良品。全球股市比較，A股證券化率僅61%，加上海外中資股87%，美國（除非美）為139%，英國為122%，日本為115%，全球平均為92%。滬港通和深港通開通，未來A股納入MSCI，全球投資者將提高A股配置比例。國內大類資產比較，過去1年多房價、商品、債市均已大幅上漲，而股指較15年高點仍打六折。2012年後房市與股市蹺蹺板效應強，地產調控將強化資產配置轉向股市。銀行理財、保險資金分別為26.3萬億、12.8萬億，資產配置中權益類占比只有8%、14%，今年以來銀行理財資金委外增長、保險資金舉牌不斷，加大權益配置比例趨勢將強化。

轉型在途，新興行業不斷長大。經濟轉型中觀上體現為產業結構的調整，過去30年中國產業結構基本上十年一次大調整，不同時代孕育不同主導產業。主導產業從1990年代的消費製造到2000年代的工業製造，到2010年以來的資訊化、智慧化為代表的新興行業。2010年以來雖然GDP同比增速不斷回落，產業結構在不斷優化，第三產業占比從44%升至54%。A股中可選消費+醫療+資訊技術+電信的淨利潤占比從8.6%提高到15%，過去幾年淨利潤同比22-25%，預計17年仍能維持25%左右高增長。剔除並購個股後，中小板、創業板今年前三季度淨利潤同比分別為27%、28%，內生式增長高。

改革深化，傳統行業逐步蛻變。2016年商品價格普遍上漲並非簡單的貨幣現象或供給側改革，折射出傳統行業供需力量已經發生變化，民企占比高的化工和造紙行業集中度高，鋼鐵煤炭行政去產能快，說明有效的過剩產能沒有想像中嚴重。國企改革與供給側改革結合，在煤炭、鋼鐵行業已經顯現去產能效果，行業盈利回升明顯。債轉股是去杠杆的重要方式，是一種混改模式，供給側改革和國企改革繼續深化，在需求平穩的背景下，傳統行業利潤增速經歷5年下行後有望築底回升，預計17年A股傳統行業（能源+原材料+工業）淨利潤同比20-25%。預計17年A股整體淨利潤同比為8%，結束4年的底部盤整，開始回升。

市場展望，震盪市演變為牛市。16年1月底我們提出熊市結束，步入震盪市，展望17年，大類資產配置轉向股票，上市公司業績將逐步改善，改革和轉型加速提高風險偏好，市場有望從震盪市演變為牛市。16年投資主線是週期反轉、價值重估，17年切換為改革發力、成長回歸。週期股結束0-1進入1-N階段彈性下降，絕對收益資金入場，價值股配置意義仍在。國企改革進入混改的新階段，實質性的突破將修正市場對改革的悲觀預期，成長股相對估值不斷消化，以三季報數據推算17年中相對估值回到13年初水準。以價值股為底倉，國企改革和真成長進攻，細分如上海國改、影視娛樂、消費電子、光通信、物聯網，下半年加配券商。

風險提示：國內去杠杆引發利率波動，大宗商品價格上漲引發全球性通脹。

大市導航

電腦與週邊設備：2017 年電腦的暢想

2017 年電腦有望迎來較大投資機會

我們認為明年的電腦行情會顯著好於今年，1 季度由於解禁的壓力可能會相對壓抑些，但預計整體從 6-9 月開始電腦板塊有望迎來較大投資機會，主要源於估值的進一步消化和估值切換所對應的明年估值更低，在 10 年平均水準之下。而行業高增長勢頭依舊，明年電腦個股機會相比今年會更多。

策略和方向：

(1) IT 安全：行業整體增速在 25% 以上，而明年政策催化將更為明顯，下游如電信、軍隊等行業安全需求及對 IT 安全投入將持續增長。此外，新 IT 趨勢下，雲安全、及時、智慧化相應服務、以及工控安全等新領域的安全需求也將越來越強。看好綠盟科技、啟明星辰等龍頭企業。

(2) 人工智慧：IT 投資浪潮逐漸離開移動互聯網時代，邁入人工智慧時代，之前結合移動端做過的事情，現在又將結合人工智慧的方式再做一遍，且會比之前更具顛覆性。看好 GPU、生物識別以及行業應用，遠方光電、景嘉微等繼續關注。

(3) 金融科技：金融科技是彈性最好的板塊，互聯網金融政策底已經出現，明年預計政策有望趨暖。未來行業規範化下的機會一是資產端的創新，如消費貸、中小企業信貸等發展趨勢向好，二是金融產品結合新 IT 技術的業務拓展，如區塊鏈、生物識別技術應用等。建議關注贏時勝、奧馬電器、同花順、恒生電子等。

風險提示：系統性風險。

交通運輸：散運下跌，集運下跌，油運繼續大漲

散運：受發改委保供應穩價格等政策影響，煤炭有所回落，同時高爐開工率出現下滑，煤炭和鐵礦石運輸需求走弱，上周 BDI 收於 1181 點，環比下降 6%，其中海岬型和巴拿馬型船租金均有不同程度下滑。

集運：上周集運市場需求出現回落，多數航線市場運價下跌，歐線 TEU 從 869 美元跌至 788 美元 (-9.32%)，美西 FEU 從 1809 美元跌至 1687 美元 (-6.74%)，補庫需求臨近尾聲，運輸需求出現下滑。

油運：由於市場對歐佩克會議是否能夠達成動產協定存疑，石油價格一直在 50 美元下方波動，上周由於惡劣天氣導致阿芙拉型船歐洲運價跳漲，並帶動蘇伊士型船行情，油輪運價有所上揚，BDTI 指數收於 892 點，環比上漲 7.7%。

風險提示：散運注意政策調控風險。

房地產：繼續看好高分紅是【硬道理】，高折價是【硬資產】

銷售環比趨穩，同比繼續下降。上周 30 大中城市商品房成交面積 409 萬平方米，比上周上升約 11.5%，同比下降 32.8%。其中一線城市，環比上升 12.7%，同比降 36%；二線環比升 7%，同下降 35%。

看好“雙硬”行情。行業“三底一高”，估值低、公募倉位低、預期低，但業績鎖定性高帶來藍籌分紅和現金流能力強。考慮配置需求明顯，行情有望繼續向縱深發展。

1) 高分紅，硬道理：

【保利地產】——估值最低地產股。當前行業龍頭中樞估值 15X+，保利僅 10X。

【金融街】——自持物業價值明顯，未來現金、分紅能力魅力十足。

【首開股份】——具備未來兩年每股 6 毛分紅承諾，保險資金配置首選。

2) 高折價，硬資產：

【招商蛇口】——深圳區域土地儲備最多開發商。一旦土地開發啟動，潛在價值巨大。

【北京城建】——北京土地+國信股權+PE 投資，價值低估明顯。

風險提示。行業受政策調控下行風險。

有色金屬：底部品種天然就有吸引力

底部品種因關注度低，天然有兩個好處：1) 超預期因數容易發生；2) 安全墊高。

就行業而言，不少有色金屬品種沉寂 5-9 年，2016 年供給端變化刺激價格上漲反應供需處於敏感平衡狀態；這樣的底部區間受需求端“一帶一路”、美國/中國基建超預期因數的刺激影響大。

至於上市公司標的層面，我們跟蹤了大約 35 家上市公司，最直觀的感受是市場對於底部品種基本面普遍不熟悉，不少品種如果價格一旦上漲 10%，動態估值下降至 15 倍以內，快速顯現投資價值。此外，近年來礦山開採成本的上升以及資源的稀缺性也是跟蹤的深刻印象，資源稟賦性給予大宗原材料金融屬性，供需邊際改變+流動性背景下，“無形推手”對於價格影響往往超預期：2010 年黃金、銅、錫，2011 年稀土、2015 年碳酸鋰和 2016 年鋅價上漲屢屢顯現明顯。

按照如上邏輯，基本金屬打頭陣，小金屬輪動。關注彈性品種—銅：雲南銅業、江西銅業、紫金礦業、西部礦業、銅陵有色。鋁：雲鋁股份、南山鋁業；建議關注：中孚實業。錫：錫業股份。鋅：中金嶺南、馳宏鋅鋅、西藏珠峰，建議關注：株冶集團。

風險提示：金屬價格下跌風險，系統性風險。

傳媒：健康消費需求推升體育產業

板塊反彈仍可持續，尋找前期滯漲品種。

關注體育板塊，短期而言有補漲需求，中長期體育在大健康、消費升級中作用顯著，推薦雙象股份、雷曼股份，關注當代明誠、三夫戶外。遊戲推薦低 PEG 公司星輝娛樂、帝龍文化；行銷推薦高彈性思美傳媒和白馬利歐股份、省廣股份；中長期看好教育產業：勤上光電、長方集團、方直科技、立思辰、新南洋、全通教育。互聯網關注中文線上和焦點科技。

風險提示：大盤系統性風險。

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。