

策略

休整期看國改

中央經濟工作會議維持“穩中求進”基調，市場短期仍在休整期。12月14-16日召開的中央經濟工作會議有三大看點：穩中求進、深化改革、防範風險。首先，穩中求進的總基調延續了2013年以來的定調，會議指出“穩是主基調，穩是大局，在穩的前提下要在關鍵領域有所進取，在把握好度的前提下奮發有為”。其次，著重深化改革。“繼續深化供給側結構性改革”，深入推進“三去一降一補”16年去產能、去庫存效果明顯，預計17年去杠杆力度加強。明確提出“混合所有制改革是國企改革的重要突破口”，國企改革進入新階段。此外，會議提出“要把防控金融風險放到更加重要的位置，下決心處置一批風險點，著力防控資產泡沫，提高和改進監管能力，確保不發生系統性金融風險。”此次會議中貨幣政策定調“穩健中性”，及之前的房地產“因城施策”，均是防範金融風險的舉措。綜合評判，股市中期面臨的國內宏觀流動性和增長背景望平穩，改革是突破口，尤其是國企改革和供給側改革。

中央經濟工作會議明確提混改，國改主線最確定。國改自今年6月底開始加速推進，7月國改試點全面鋪開，8月員工持股試點意見發佈，9月發改委召開國企混改試點專題會，首提混改是深化國改的重要突破口，標誌著國改進入深化的新階段。12月9日中共中央政治局召開會議，分析研究17年經濟工作，提出“加快推進國企、財稅、金融、社保等基礎性關鍵性改革，更好發揮經濟體制改革的牽引作用”，12月9日國資委召開媒體通氣會，總結國改進程，國網發聲研究混合所有制，媒體報導中國石化正考慮明年將其零售子公司上市，上海國改板塊*ST中企複牌等事件均在激發市場熱度。12月14-16日召開的中央經濟工作會議明確提出“混合所有制改革是國企改革的重要突破口，按照完善治理、強化激勵、突出主業、提高效率的要求，在電力、石油、天然氣、鐵路、民航、電信、軍工等領域邁出實質性步伐”。國企改革主線，經歷2013年底到2015年中預期不斷升溫、2015年中到2016年中餘地不斷降溫後，2016年下半年以來預期有所改善，但整體上懷疑和猶豫仍是主流。中央經濟工作會議定調後，未來改革不斷落地望修復預期。

應對策略：中期國改主線最確定，主題重視“一帶一路”及油氣，逐步精選真成長。9月底發改委混改試點專題會，標誌著國改進入深化的新階段，12月國資委媒體通氣會總結國改進程，中央經濟工作會議將促改革放在重要位置，定調混改是國企改革重要突破口，關注央企與地方國企兩類組合。主題重視“一帶一路”及油氣，“一帶一路”已經進入2.0階段，疊加油價上漲，油氣、工程設備類公司受益。展望2017年，銀行理財、保險資金、養老金增配權益資產趨勢不變，尤其是上半年，這類資金是市場主要的邊際增量資金，價值股仍可以作為底倉配置。隨著相對估值逐步消化，部分真成長個股的估值與盈利匹配度已經有吸引力。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

造紙輕工：造紙提價加速落實，優選龍頭坐享復蘇

四季度包裝紙漲幅居首，恐慌性飆漲或難持續。9月份以來在成本推升下，年中一直難以落實的外包裝紙價出現爆發式上漲，幅度高達 1000 元/噸（漲幅超 30%）左右，主要系原材料價格上漲，其中廢紙漲幅 20-30%、煤價上漲 67%和運輸費用上漲 35%，然後經過測算對外包裝紙成本影響在 300-600 元之間，紙廠噸盈仍有所擴大。另一方面 11 月份下游包裝廠恐慌性囤貨庫存已較高。11 月底紙廠調低廢紙收購價格 12 月第一周國廢略有回落，且未來幾年外包裝紙的產能持續投放量，下游包裝印刷市場並無爆發式增長，價格持續飆漲或難持續。

白卡紙產能出清集中度高，全年穩步提價落實良好。國內主要白卡紙製造企業數次發出提價函，漲幅共計高達 850 元/噸。從終端含稅到貨價來看，博匯紙業、APP 紙業落實情況較好，中低端產品系列的提價落實情況較好，成都、西安、廣東等地區漲幅較高。主要由於行業產能集中度較高（前四大企業產能占比超過 50%），龍頭企業議價能力增強，與此同時白卡紙銷售價格一直較低，企業盈利性較差，提價意願強烈。

銅版紙提價落實加速，企業盈利復蘇。銅版紙行業前四大企業產能占比超過 70%，行業集中度較高，且目前沒有企業有計劃投產的新增產能。從三季度開始銅版紙多次發出提價函，四季度落實加速單季落實 100 元，年初至今漲幅 200 元/噸（漲幅 4%）左右。目前，下游經銷商及客戶多持觀望心態。此次提價受成本因素影響較小，主要為 APP 等具有主導地位的大紙廠態度轉變而推動，改善多年行業不盈利的情況。另外美國地區對銅版紙的反傾銷政策鬆動，對出口有一定的利好。

原材料價格隨行就市出現反彈，未來有望低位運行。木漿價格四季度出現反彈，截止日前 16 年以來闊葉漿的外商平均價同比下降約 15.56%，較最低點跌幅超 20%有所收窄，針葉漿的外商平均價同比下降約 9.03%，反彈幅度更大。到 2018 年，在建的木漿總產能超過 500 萬噸，新增產能投放量占全球木漿出運量的比重超過 10%，對木漿價格形成壓制，我們預判木漿有望持續低位運行。而廢紙價格在 12 月首周已出現回落，前期跟隨包裝紙漲價勢頭被紙廠壓制。國內廢紙價格上漲 37~159 元/噸不等，美廢、歐廢、日廢及廢紙 UKOCC 的外商平均價較年初上漲 35~48 美元/噸，漲幅分別為 33%，23%，反映了一定程度的供需緊張。

配置優質紙種龍頭公司，盡享造紙上升週期。我們認為經過六年的產能淘汰，各紙種已形成具有絕對話語權的龍頭公司，高集中度、重資產對後來者形成較大進入壁壘，未來龍頭公司將憑藉規模效應和行業定價權充分享受上升週期帶來的盈利提升。公司標的首推太陽紙業（在多個細分品類具有絕對市場地位，未來全球佈局掌握優惠資源），建議關注晨鳴紙業（造紙規模最大的 A 股上市公司）以及細分市場龍頭華泰股份（新聞紙龍頭，轉型化工）、山鷹紙業（外包裝紙前三，A 股最大）、博匯紙業（白卡紙細分巨頭）等。

風險提示：人民幣貶值，公司專案進度不達預期。

有色金屬：前瞻性研究 I：處於價格底部的鈾資源

長週期鈾價格漲跌：鈾的現貨價格在 06-07 年間快速上漲，在 07 年 6 月達到頂峰，接近 140 美元/磅。在福島核事故發生後，日本關閉了全國 54 個反應堆，其每年近 8000 噸的鈾消費量大幅下降。同時，該事故的嚴

重後果也引發了全世界對於核能開發利用的恐慌，世界核電使用率下降，鈾需求量從 2011 年起緩慢下行。2016 年 8 月，鈾現貨價格下跌至 25.87 美元/磅，處於 10 年來的最低位。

需求端：依託核電產業，未來前景廣闊：截至 2016 年 9 月，全球可運行核電機組為 447 台，總裝機容量為 390.8 吉瓦；在建 59 台，裝機容量 62.39 吉瓦；計畫建設核電機組 168 台，裝機容量 175.6 吉瓦。2016 年的 BP 統計年鑒中顯示全世界能源使用中，核能的使用僅占 4.4%，在傳統化石能源催生的環境問題越來越嚴重的背景之下，核能發展的前景相當可觀。

2016 年，中國在建的核電站數量及功率均為世界第一。根據 BP 的預測，核電在未來的全世界年均增長率可達 1.8%，而中國的預計年增速會達到 11.2%。據中國電建官網報導，根據“十三五規劃”草稿，2016 年開始的五年內，每年建設 6 到 8 座核電站，並為採用自主技術的核電站投入共 5000 億元資金。到 2020 年末，中國在運與在建核電站發電總規模要達到 88000 兆瓦的規模，到 2030 年中國將有 110 座核電站運行。

供給端：資源集中，產量遞增：全球鈾產量從 1995 年到 2003 年一直保持在 3.5 萬噸左右，2004 年到 2008 年產量維持在 4 萬噸左右，從 2009 年到 2011 年產量維持在 5.3 萬噸左右，2012 年至今則產量維持在 6 萬噸附近。其中 2000 年，2004 年，2009 年，2012 年的同比增速達到波峰，分別為 13.23%，12.94%，15.78%，9.16%，並且每一階段的週期有縮小的趨勢，從 1995 年到 2008 年約 5 年一個週期縮小到目前約 3 年一個週期。

國內外主要鈾生產商分析：從鈾礦產業供應情況來看，近幾年鈾業巨頭已經形成了對鈾礦生產形成了主導地位。在 2015 年，世界前三的鈾礦生產商 Kazatomprom、Cameco、Areva 可供原料約在 3.3 萬噸左右，占全球鈾供應的 54.6%。Kazatomprom 的開採主要以原地浸出法（ISL）為主，而另外兩家在世界各地的鈾礦開採中常規開採和溶浸開採兼有。受市場環境、礦山品質以及各自技術水準影響，各公司的開採成本也大不相同。

不確定性分析：供給增速過快，需求不及預期的風險。

醫藥與健康護理：藥品招標專題：藥品大標推進，奠定優質仿製藥投資機會

1、慢還是快？新一輪集採用了 1 年的時間，開標 23 省、執行新標 9 省，快於 2013 年以來的基藥招標速度，目前已經基本形成了全國聯動的採購體系。但是仍慢於國務院對於 1 年開標一次的節奏，我們認為隨著開標省份報價、投標工作的推進，2017 年新一輪招標大概率會加速推進。

2、在新醫保目錄調整、支付標準醞釀的背景下，藥品招標作為聯動因素，重要性提升。

3、此輪招標的核心變化：兩標合一、全國聯動、二次議價

4、看好未來 3-5 年優秀仿製藥投資機會：我們認為此輪招標降價壓力整體適中，比基藥標松、比非基藥標嚴，兩標合一的評標模式採用“雙信封+品質分層”的綜合模式（基藥、非基藥），取消了傳統的品質分層參考標準，過期專利藥（原研藥）的傳統分組優勢或可能被顛覆，優秀仿製藥有望獲得“集中度提升+進口替代”雙重機遇。

軟體：再論電腦行業估值與業績的匹配

尋找好方向低估值品種的投資機會。近期電腦板塊回檔較多，本已配置比例較低的電腦板塊再經過又一輪調整後，建議尋找好方向低估值品種將帶來投資機會。估值的進一步消化，為尋找電腦個股投資帶來機會。

既然 17 年電腦整體估值水準已不到 40 倍，那麼一些符合產業大方向、真成長有業績的低估值品種其投資價值將逐漸顯現。對應目前股價，我們做了梳理：兩個系列，20、30 系列和 30、40 系列，即明年 30%增長 20 倍的公司和 40%增長 30 倍的公司。

30、40 系列：聚焦雲計算、IT 安全、大資料等領域。2017 年預計增速在 40%左右，行業高景氣，同時目前估值相對較低（30 多倍）的公司有：綠盟科技、啟明星辰、東方網力、超圖軟體、博彥科技、佳都科技、浪潮資訊、達實智慧、恆華科技、東方國信、銀信科技、飛利信等。

20、30 系列：聚焦于消費金融等領域。預計未來增速在 30%左右，目前估值較低（20 多倍）的白馬有：華宇軟體、新大陸、二三四五、網宿科技、潤和軟體、同花順、廣聯達、寶信軟體、聚龍股份等。

風險提示：短期市場波動風險。

新能源板塊：民用核技術進入商業化階段，前景無限

1、圍繞電子加速器的產業應用。非動力核技術產生輻射有兩種方式，一是使用電力加速器進行輻照；二是使用同位素（從核電站取放射源）。目前較為成熟的是後者，但中核、中廣核均開始研發生產電子加速器；利用電子加速器進行輻射，殺菌消毒以及對材料進行改性，生產改性高分子材料。

2、目前產業應用處於第一階梯，從 0 到 1。電子加速器輻照產業呈現階梯式發展，目前在第一梯隊的成熟應用一是食品的殺菌消毒，二是高端電纜料、工程塑料的改性，行業是從零到 1 發展。例如中核核技術 2011 年成立，2012 年收入只有幾百萬，2013 年一個多億，2014 年 8 個多億，2015 年達到 20 多億的水準。

3、短期市場規模千億。市場空間來看單就目前第一階梯的應用領域，電子加速器 5-8 億，輻照服務費 5-8 億，改性材料千億規模，其中電纜材料 800 億。主做改性材料進口替代，上升空間大。

4、第二階梯，市場規模跳躍式發展。在世界範圍來講，核技術產業應用及規模比核電大的多，海外占 GDP 的 3%-4%，4-5 萬億的產值，是核電站的好幾倍。未來核技術在核醫學市場（醫用重離子、質子以及醫用直線加速器）；三廢處理（加速器治污水，對重污染水有優勢，加速器對煙塵除硫除硝）；輪胎預硫化（環保、節約橡膠，打破海外壟斷）市場發力；每進入一個階梯，產業鏈先是從上游電子加速器設備端發展到應用端。僅醫用加速器設備就有近百億市場，應用市場更大，行業前景很大，對標美國瓦裡安近 90 億美元市值，30 多億美元收入，4 億美元利潤。

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。