

2017年01月04日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

“革故鼎新”之海通量化年終總結 4：2016 年期貨市場——風起雲湧

股指期貨：限制亟待放開。由於限制遲遲不能放開，股指期貨成交持倉一直處於低迷的狀態。從基差走勢來看，三大期指全年均處於負基差狀態，IF、IH、IC 主力合約日均貼水 0.94%、0.60%和 1.58%。隨著市場的震盪上行，貼水幅度在不斷收斂，顯示出投資者情緒有所修復。期現套利方面，正向套利機會寥寥，考慮資金成本後基本沒有套利空間。反向套利機會較多，但由於目前融券方面存在限制，這部分收益也較難實現。

國債期貨：對沖作用彰顯。國債期貨成交持倉平穩上升，從結構上看，TF 的持倉量有所下滑，T 的持倉量逐漸上升。11 月以來，債券市場開始劇烈調整，與此同時國債期貨的成交量大幅上升，國債期貨套期保值、對沖風險的效果充分彰顯。

全年來看，考慮到資金成本後國債期貨基本不存在正向套利空間，但可以在貼水較深之時通過債券借貸的方式賣出現貨買入期貨構建反向套利策略。特別對於當前的市場，隨著年後流動性壓力減弱和現券市場的回暖，以及空頭的獲利了結，IRR 存在回升的必要，反向套利仍然存在操作空間。

商品期貨：盡顯英雄本色。商品期貨全年表現亮眼，46 個品種中共有 38 個品種上漲，5 個品種持平，3 個品種下跌，黑色品種中的“絕代雙焦”一騎絕塵，焦炭和焦煤分別上漲 136.08%和 108.32%，同屬黑色系的鐵礦石、熱軋卷板、動力煤和螺紋鋼漲幅也均超過 60%。燃油在最後兩個月異軍突起，以 87.51%的漲幅位居第三。受累於庫存高企和需求疲軟，玉米和玉米澱粉下跌 19.88%和 13.05%，成為 2016 年表現最差的品種。在所有商品期貨品種中，成交量和成交金額最大的均為螺紋鋼，2016 年總成交 9.34 億手，21.79 萬億元。

公募基金：大有可為。目前我國市場只有一隻商品期貨基金，是成立於 2015 年 8 月 6 日的國投瑞銀白銀期貨基金，2016 年取得了 5.09%的收益。伴隨著商品市場的火熱和 FOF 政策落地，今年以來多家公募基金公司已在積極佈局商品期貨領域的基金。據統計，今年共有 23 只商品期貨類基金得到證監會受理，標的涵蓋了鐵礦石、銅、白銀、黃金等多類商品期貨，金屬類佔據絕對主力。

私募基金：獨領風騷。得益於今年的趨勢行情，管理期貨私募基金獨領風騷。根據朝陽永續資料，截至 2016 年 10 月，管理期貨策略的平均收益為 5.55%，位居九大策略之首，而股票多頭策略表現最差，平均收益為-4.66%。

海外市場：失望之年。截至 2016 年三季度，全球 CTA 基金的總管理規模已高達 3423 億美元，相對 2015 年底的 3264 億美元增長 4.87%。雖然 CTA 基金整體規模有所上升，但業績卻止步不前，barclay CTA 基金指數在 2016 年下跌 1.30%，再次經歷了失望的一年。

展望 2017，期貨市場值得期待。股指期貨方面限倉政策有望放開，將利於 alpha 策略重新開展。國債期貨方面將繼續發揮對沖利率風險的重要作用，市場規模有望繼續上升。商品期貨方面，各大交易所在積極推動原油期貨、乙二醇期貨等品種上市，期貨市場時隔一年有望再添新丁。

風險性提示：市場系統性風險，政策不達預期。

大市導航

中性情景，股市資金供求偏寬裕——2017 年流動性系列（1）

核心結論：①回顧歷史股市漲跌伴隨資金進出，13 年初至 14 年中存量資金博弈，14 年下半年開始增量資金入市，15 年 6 月至 16 年 1 月底股市劇烈波動後資金大量流出，16 年 2 月至今資金流入流出整體平穩。②中性情景，預計 17 年資金流入合計 2.48 萬億，資金流出 1.86 萬億，資金供求偏寬裕。③邊際資金變化影響市場風格，如 05-07 年公募發展造就藍籌泡沫，13-15 年私募發展推升中小創行情，展望 17 年先價值後成長。

回顧歷史：股市漲跌伴隨資金進出。股市漲跌與資金流動相生相長。股市漲跌伴隨著資金的流入流出，整體上看證券交易結算資金餘額和上證綜指的走勢基本一致。從投資者結構角度出發，可以把資金流入歸為四個方面：散戶資金（銀證轉帳）、杠杆資金（融資餘額）、機構資金（基金、保險等）、海外資金（滬港通等）。資金流出可以跟蹤三個方面：股市融資（IPO 和再融資）、交易費用（印花稅和交易傭金）、產業資本淨減持。13 年初至 14 年中存量資金博弈市，資金淨流入小且沒有持續性。14 年下半年開始增量資金入市，市場走牛。15 年 6 月至 16 年 1 月底股市劇烈波動後資金大量流出，市場由牛轉熊。16 年 2 月至今資金流入流出整體平穩，市場震盪格局。

展望 17 年：資金流入大於流出。中性情景，資金流入方面，銀證轉帳 4000 億、融資餘額 3500 億、公募基金和專戶 9000 億、私募基金 1650 億、保險社保和養老金 5400 億、海外資金 1250 億；資金流出方面，IPO3000 億、再融資 10800 億、產業資本淨減持 1800 億、交易費用 3000 億。預計 17 年資金流入合計 2.48 萬億，資金流出 1.86 萬億，資金供求偏寬裕。

邊際資金影響市場風格。從資金邊際變化來看，不同階段流入市場的邊際資金不同，市場風格也會有很大的變化。05-07 年，公募基金大發展造就藍籌泡沫。13-15 年，私募基金大發展推升中小創行情。16 年開始，保險、銀行理財等配路資金發力，市場風格重回價值。展望 17 年，雖然近期保險舉牌、萬能險發展受到監管的影響，但是目前險資配路權益資產僅 14%，中期來看加大股權配路比例仍是大勢所趨，明年上半年邊際主導資金仍是險資、銀行理財等配路型資金，市場仍會

延續目前價值投資風格。下半年隨著企業盈利不斷改善和改革政策不斷落地，市場風險偏好會提升，對成長性的要求會高於確定性，且中小創高增長業績促使高估值將逐漸被消化，市場風格有望重回成長。因為仍屬於牛市的初期，有業績的真成長才能勝出，類似 13 年，而非 14-15 年主題概念類成長火爆，這類股票往往在牛市中後期的情緒高漲期才會表現。

風險提示：監管調控力度超預期，經濟增速下滑超預期。

軍工：2017 年軍工行業維持高景氣度，成長性較為確定

我們預判 2017 年軍工板塊上半年將以精選個股為主；下半年板塊逐步具備配股價值，投資價值有望呈現逐步加速的態勢。

投資主線分為兩條：國企改革和民參軍。當前軍工國企改革提速並且有新思路，重點關注殼公司和行業龍頭公司。民參軍引領高端製造業，未來軍工牛股搖籃。推薦標的：中航飛機、中直股份、中航機電、中國重工、鋼研高納、宏大爆破、華意壓縮、鼎立股份、尤洛卡等，建議關注成發科技、中航動力、撫順特鋼、航太動力等。

風險提示：軍品訂單的不確定性。

資訊服務：2017 年 1 月觀點：黎明前的曙光

2016 年 12 月電腦板塊的快速下跌，跌出了空間和機會，使得我們對電腦行業整體觀點相比去年 12 月略偏樂觀。尋找好方向低估值品種的投資機會。

電腦板塊跌到這個程度，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。我們整理了兩個系列，30、40 和 20、30 兩個系列：即 17 年 40%增長 30 多倍的公司和 30%增長 20 多倍的公司。

其中，30、40 系列多聚焦于 IT 安全/自主可控、雲計算大資料領域：資訊基礎雲化帶來的效率提升是下一個智慧化時代的基礎，同時資訊安全自主可控是整個資訊經濟發展的重要保障，17 年政府大資料也有望取得實質性進展。20、30 系列多聚焦于消費金融、線下支付領域：金融科技領域彈性相對較高，隨著政策底的逐漸顯現，消費金融領域有望迎來爆發；此外，傳統金融機具廠商普遍估值較低，其業務拓展帶來的估值提升也值得關注。

建議關注：新大陸。

風險提示：行業推進低於預期，短期市場波動。

農業：農林牧漁行業 2017 年投資策略：三維度掘金價格鏈，精挑細選價值股

三個維度看農產品價格上漲的投資機會。1) 產品價格：我們認為天然橡膠將是價格上漲空間最大的品種，其次為海參。

玉米價格前期跌幅較大，農業供給側結構性改革的持續推進將有助於其供給收縮，未來下跌空間已不大，玉米價格或也將迎來上漲。2) 市場預期：天然橡膠價格自今年 3 月以來漲幅達 90%以上，而海南橡膠股價漲幅僅 40%左右，市場對未來膠價上漲的預期並不充分。海參價格已持續低迷 3 年，今年 7 月以來終於迎來反轉，企業盈利改善已非常明顯，而好當家、*ST 獐島等股價漲幅並不明顯，未充分反映行業景氣。3) 股價空間：海南橡膠當前市值和上輪週期高點比僅達 41%水準，其次為好當家和南寧糖業，分別占前次高點市值 75%左右，南寧糖業考慮其正處大規模擴張進程中，市值空間會進一步打開。聖農發展當前市值已達 235 億，超過上輪週期高點，但近幾年公司擴張迅速，從估值角度看，PE17 不到 15 倍，仍處合理範圍。從三個維度看，橡膠最優，海參和制糖次之。

穩健板塊：自下而上，精選個股。1) 種子：龍頭種企將在行業變革中率先突圍，我們推薦登海種業（優良品種和完整的產品梯隊保障業績持續穩定增長）和隆平高科（隆兩優、晶兩優支撐內生增長，外延並購預期強烈）；2) 飼料：2017 機遇與挑戰並存，重點關注海大集團（飼料白馬，當前估值處於底部）、禾豐牧業（區域性飼料龍頭，肉雞產業鏈佈局提速）、通威股份（光伏業務帶動利潤增長，估值優勢突出）；3) 疫苗：板塊盈利穩健，關注成長性及短期催化，結合企業的研發能力、產品佈局、以及其他催化因素，我們建議重點關注普萊柯（研發成果開始落地，佈局協力廠商診斷開闢新的業務模式），中牧股份（主業穩健，國企改革繼續推進）。

轉型公司梳理。從基本面角度看，我們認為以下幾家公司轉型預期強烈：羅牛山、正虹科技、國投中魯、中基健康。

風險提示。農產品價格大幅下滑；供給側改革等政策推進不達預期；企業轉型進展不順

資訊服務：擇優佈局，首推光模組及設備、具安全邊際的小市值個股

12 月份，創業板指數下跌 10.12%、WIND 通信行業指數也下跌 7.01%，通信行業估值大降、1 月份擇優佈局時機漸佳。

1 月份，我們從子行業景氣度及公司基本面角度，重點推薦光模組&光網路設備子行業的光迅科技、博創科技、烽火通信，建議關注中興通訊，估值已調整到比較好的配股區間！5G 的主題投資角度，我們也優先推薦光模組及光網路設備子行業。

此外，具有安全邊際的小市值個股交易性機會，建議關注北緯通信（實際控制人和核心高管 2016 年持續單向增持、業績反轉）、日海通訊（現價與珠海潤達泰溢價收購控股權價格仍有 16%價差、

12/10 大額員工持股計畫啟動實施對股價是重要推動)、華星創業(轉型 IDC);推薦梅泰諾(收購 BBHI 過會)、寧波建工(收購中經雲、轉型 IDC)。

2017 年度,通信行業從持續受益流量高增長、高景氣度的光通信、IDC&雲計算&流量經營子行業,到市場空間穩步擴大的軍工通信、專網通信,電信行業也是央企和地方國企改革的一個重要競爭性領域,同時物聯網、5G 也日益走近。我們整體策略觀點“立足藍籌變革、佈局創新成長”:一方面,長期視角關注 2008 年金融危機後,國內電信產業鏈從 IC 設計、晶圓代工、電信設備整個產業鏈條的崛起,從核心代表性公司中興通訊(A/H)、中芯國際(HK)的市值(中興通訊、中芯國際市值均未回到 2008 年之前的水準)和估值看,卻未反映其產業地位的提升、業績的成長,因此有戰略性的配股價值;另一視角,就是從中短期看,中國聯通為代表的混改、一帶一路戰略從設備商走出去轉向“運營商、設備商”連袂走出去對國內電信設備企業的出口拉動(受益彈性最大的烽火通信、海能達、中興通訊、星網銳捷等),值得關注。佈局創新成長,聚焦物聯網、5G 及海防資訊化等軍工通信新興領域的投資機會。

風險提示。市場的系統性估值波動。

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。