

## 宏觀經濟

## 中游：持續多久？如何擇優？——策略對話行業系列（6）

行研角度看中游行業景氣度。根據海通機械團隊的研究：16年5月份以來的基本面反彈源於需求回暖和庫存消化。這種銷量和利用率的雙升背後既有需求端的改善，也有供給端的原因，預計工程機械同比銷量增速的強勢有望在2017年1H得到延續，看好機械行業旺季行情。根據海通建材團隊的研究，2016年地產投資回暖帶動全國水泥需求弱復蘇。綜合地產投資及基建展望，預計2017年水泥需求增速呈現微幅增長，行業景氣的決定因數將來自供給側，環保重壓導致水泥“去產量”成為常態，供給臨時收縮效果明顯。根據海通建築團隊的研究，2016年建築上市企業新簽工程業務訂單總體呈現良好的增長態勢。預計2017年國際工程企業有望進入訂單與業績共振階段。

策略角度看週期性行業景氣輪動。回顧08年以來的三輪中游行業景氣度上升階段：2009/6—2010/4、2010/10-2011/4、2013/6-2014/3，這三輪中游復蘇都經歷了從“宏觀政策放鬆—地產銷量上升—中游景氣度回暖”的傳導過程。16年以來的中游行業復蘇源於供需兩方面的共同改善。需求方面的改善來自於地產投資回暖和基建投資的再發力。供給側的改善也是中游景氣度回暖的重要原因。

當前如何把握中游：避地產、近基建、重主題。對比09年末、10年末的兩輪中游復蘇階段，當前的宏觀經濟需求不強。

這一輪中游復蘇更類似於13年，宏觀經濟需求不強，但13年產能過剩情況仍然嚴重，這一輪供給端已經在收縮。另一方面，從基金配額看中游行業占比已經有所提高，中游行業低配優勢並不明顯。整體操作上我們建議“避地產、近基建、重視主題”。17年以來地產銷量持續下行，我們預計未來地產投資增速或將再次回落，與地產產業鏈相關的行業業績不確定性更大。而隨著地方政府債務壓力的減輕和PPP建設持續推進，基建再發力使得與基建相關的行業景氣度持續性更強。

政策主題方面，重視“一帶一路”和國企改革。

風險提示：經濟下行，國內改革不達預期。

## 期指鬆綁啟動對市場的影響

中金所 2017 年 2 月 16 日晚發佈了股指期貨正式鬆綁啟動消息：一是自 2017 年 2 月 17 日起，將股指期貨日內過度交易行為的監管標準從原先的 10 手調整為 20 手，套期保值交易開倉數量不受此限；二是自 2017 年 2 月 17 日結算時起，滬深 300、上證 50 股指期貨非套期保值交易保證金調整為 20%，中證 500 股指期貨非套期保值交易保證金調整為 30%（三個產品套保持倉交易保證金維持 20% 不變）；三是自 2017 年 2 月 17 日起，將滬深 300、上證 50、中證 500 股指期貨平今倉交易手續費調整為成交金額的萬分之九點二。

我們認為這是監管層在綜合評估市場風險、積極完善監管安排的基礎上，按照“發揮功能、動態調整、加強監管、防範風險”的原則，從維護市場穩定，完善股指期貨功能角度啟動期指鬆綁進程，對完善我國股市功能具有里程碑的作用。預計中長期將對股市形成重大利好。

週五是股指期貨交割日，當前也是兩會維穩的敏感點，同時，滬指處在上攻 2800-3200 箱體的頂部的關鍵階段，監管層此時啟動期指鬆綁反映了對市場走好的信心。我們認為啟動對市場影響有限，預計短空長多。我們認為期指鬆綁意味著三方面：①股市異常波動週期步入尾聲。②監管層對股市信心恢復。③市場風險規避功能逐漸恢復，會吸引場外機構資金入場。

我們認為，股市異常波動之後需要重新認識股指期貨功能。股指期貨主要功能是風險對沖與價格發現。70 年代股市避險需求所設，美日均走過彎路，中國的探索不可避免。期指異常波動限倉後，成交量為原來的二十分之一，2015 年 6 月 25 日期指成交金額 3.1 萬億，上週五僅 87 億，避險功能遭到削弱。

股指期貨鬆綁是大勢所趨。①MSCI 要求的海外涉 A 衍生品設立權挑戰國內 A 股定價權。②內部需要，55 萬億 A 股市場缺乏做空工具。③管理層支持，證監會主席劉士余強調，要從國家戰略角度發展期貨市場，充分肯定期貨市場的功能與作用，加快制度化創新。

風險提示：警惕期指鬆綁對股市短期的擾動。

## 大市導航

### 建材：西藏水泥盈利 2016Q4 創歷史新高，預計 2017 有望維持高位，推薦西藏天路

西藏交通投資景氣高，水泥需求表現靚麗。西藏地處我國西南邊陲，高原地勢複雜、人口較少，經濟發展落後，過去 5 年投資景氣保持在高位，“十二五”期間固定資產投資完成額平均增速約 24%，2016 年固定資產投資達約 1596 億元、同比增約 23%。2016 年交通固定資產投資爆發，投資額達 403 億元、同比增約 92%，成為驅動區域水泥需求爆發的關鍵因素。

2016 年西藏水泥消耗量約 618 萬噸、同比增約 37%。

西藏水泥供不應求，供給缺口主要從青海格爾木補充。目前西藏新幹法熟料產能約 341 萬噸，以其 1.33 倍作為本地供給的近似指標，2016 年供需缺口擴大至 160 萬噸左右。西藏共有 6 條熟料生產線，西藏天路、華新水泥各控制 3 條熟料線，產能占比分別約 52%、48%；西藏區域封閉、運輸困難，外省水泥通過青藏鐵路流入有成本優勢，以青海格爾木企業（金圓股份旗下的青海宏揚）為主力。

西藏水泥盈利 2016Q4 創歷史新高。2011~2014 年西藏區位封閉、獨立、供給格局好、無新增產能，水泥盈利水準基本穩定上行（預計期間華新西藏噸淨利水準在 90~160 元/噸區間）。2014 年末西藏天路、華新水泥各有 1 條熟料線投產，2015 年發揮產能同比增幅超過 50%，供給壓力驅動盈利回檔（西藏天路、華新水泥旗下子公司噸淨利同比降幅約 30~40 元/噸）。

2016 年西藏水泥需求大爆發、無新增供給，預計 2016 年上半年西藏天路、華新水泥旗下子公司最低噸淨利水準約 100 元/噸，下半年西藏水泥除稅均價較上半年漲幅約 180 元/噸、盈利景氣創歷史新高。

預計 2017 年西藏需求高增長有望持續，新增供給發揮時間有限，景氣有望維持高位。

區域投資規劃景氣較高，預計水泥需求高增長有望延續。西藏"十三五"固定資產投資規劃年均增長 20%；公路建設仍是投資重點領域，預計 2017 年完成公路交通固定資產投資 520 億元、同比增約 30%；鐵路建設的推進值得期待，預計“十三五”西藏將新建鐵路里程約 2000 公里（目前西藏鐵路運營里程約 786 公里）。

2017 年新增供給發揮時間有限。西藏天路藏中建材 4000t/d 熟料生產線預計 2017 年 9 月投產，實際產能發揮時間有限，預計有效發揮本地新增供給占 2016 年期末本地供給的 9%左右，供需依然偏緊。

個股推薦西藏天路（600326）。公司業務包括水泥、施工、商砼等（2013-2015 年水泥毛利占比在 80%左右）。目前在西藏控股 3 條、參股 1 條熟料生產線，合計熟料產能約 248 萬噸、權益產能約 146 萬噸，控股及參股公司的水泥銷量在西藏份額超過 60%。預計公司 4000t/d 生產線將於 2017 年 9 月投產，新增權益熟料產能約 30%，盈利景氣維持高位、預計產能增幅明顯有望驅動公司盈利大幅增長。預計公司 2016-2018 年 EPS 約 0.37 元、0.75 元、1.12 元。

風險提示：需求超預期下滑，新增產能超預期釋放，原材料價格超預期上漲。

## 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。