

## 宏觀經濟

### 輪動到成長

核心觀點：①震盪市的春季行情輪漲特徵明顯，如12、13、16年，先價值/週期後成長。②再融資新規後中小創跑贏主機板，說明前期低迷已經隱含較多悲觀預期。創業板中基金持股比例已回到13年初，預計計入一季報中小創相對PE也望回落至13年初。③春季行情繼續，維持上半年進二退一的震盪市，以消費類價值股為底倉，中期主線聚焦一帶一路、國企改革，短期把握成長的輪漲機會，精選績優個股。

震盪市的春季行情都有輪漲特徵。近三次震盪市中的春季行情分別發生在12年（12/1/6-12/3/13）、13年（12/12/4-13/2/18）、16年（16/1/29-16/4/15），三者均出現了從價值/週期到成長的風格輪動現象。本輪春季行情從最低點算起始於1月17日，至今領漲行業為建材、家電、鋼鐵、輕工、有色、建築等週期板塊，而傳媒、醫藥、電腦等成長板塊漲幅較低，類似於12、13、16年春季行情存在板塊輪動特徵，本輪春季行情也有望輪動到成長板塊。上周中小板指漲2.6%，創業板指漲3.0%，明顯跑贏上證綜指的1.6%，再融資新規後中小創反而跑贏主機板，說明前期低迷已經隱含較多悲觀預期。與此同時，成長板塊也有政策刺激因素，十三五規劃中將先進製造放到核心的位元路，本次兩會有望繼續強調先進製造。

這次行情望輪動到成長。①計入一季報，中小創的相對估值水準有望回到13年初。絕對估值方面，如果16年年報和17年一季報均為16年報預告測算的增速，中小板（剔除券商，下同）、中小板指（剔除券商，下同）的PE（TTM）將回落至14年初的水準；創業板（剔除溫氏股份和東方財富，下同）、創業板指（剔除溫氏和東財，下同）的PE（TTM）將回落13年中的水準。相對估值方面，中小板指PE/上證50PE、創業板指PE/上證50PE將分別回落到13年初的水準。②從基金的持倉可以看出，截至四季度，公募基金倉位中主機板占比大幅提高（從Q3的47.4%到Q4的52.7%），中小板、創業板占比持續下降（中小板從Q3的29.3%到Q4的26.9%，創業板從Q3的23.3%到Q4的20.4%），中小創持倉占比已回落到14年中的水準。

應對策略：一條心，兩手抓。①春季行情還在路上，4月決斷時刻未到，操作上可樂觀。中期看預計震盪市行情仍將延續，上半年整體延續去年中樞抬升的進二退一式震盪格局，未來關注去杠杆、通脹、中美摩擦等可能引發的回撤。②兩手抓：國改、“一帶一路”等是中期主線，短期把握有業績的成長。根據歷史經驗，春季行情有風格輪動的特徵，近幾次風格輪動均是從價值/週期輪動到成長，本次春季行情前期上漲的也是週期板塊，短期風格有望輪到成長。相關個股如光迅科技、

歌爾股份、中金環境、得潤電子、樂普醫療、完美世界、銀信科技等。中期主線則還是集中於國企改革、“一帶一路”等方面。對內改革首看國企改革，17年國企改革進入以混改為突破口的2.0階段，一帶一路是17年中國對外開放戰略的重點，1月17日習近平總書記再提“一帶一路”，並指出5月將在京舉辦國際合作高峰論壇，“一帶一路”進入2.0階段。

風險提示：經濟增速下滑、貨幣政策收緊、特朗普新政不及預期。

## 大市導航

### 有色金屬：鈷暴漲的啟示

2016年中，海通有色開始推薦鈷板塊，當時電解鈷的價格長期維持在20萬元/噸水準，海通有色給了樂觀的未來可能達到60萬元/噸的預期價格，300%的上漲邏輯是：2007年最高位87萬元/噸，當年暴跌後盤整接近10年，供需緊平衡，上游礦產趨緊，下游需求景氣向上（尤其是新能源汽車），供需狀態一個逆轉，配合上稀貴小金屬自身的金融屬性，價格漲幅往往超預期。當時的漲幅論斷產生了不少質疑聲音，近期交流下來卻發現，不少投資者在議論10萬美金/噸的價格水準偏保守。

除了漲幅以外，我們還注意到了一點。就是2016年幾乎所有的推薦理由都著重於新能源汽車增量，因為這是一個顯而易見的發展趨勢。但6月份之後，關於騙補核查新聞不斷充斥，新能源汽車增速放緩的預期直接打壓鈷價和股票價格；而更為巧合的是：11月國內新能源汽車同比增速大幅下降至20%以內，恰在此時，鈷的價格大幅攀升，至今鈷價上漲幅度超過100%。事後反觀傳統的國內鋰電池同比增速在11月之後連續2個月超過50%，全年增速大約在30%，傳統需求超預期成為扭轉供需結構的重要導火索。

價格上漲對於企業盈利的改善是毫無疑問的，行業平均完全成本在20萬元/噸水準，當前40萬元/噸的價格單位礦產盈利大致為20萬元/噸，而若價格達到60萬元/噸，礦產盈利能力將達到40萬元/噸。這樣算下來，當前板塊動態年化估值在15-20倍水準，因此向上空間仍舊明顯。

總體來看，鈷價暴漲至少可以給我們兩個啟發：1) 價格長期底部，供需緊平衡，邊際很容易改變。2) 下游需求屬於預判資料，但當價格長期底部，需求端會出現“東邊不亮，西邊亮”的局面。當然，這兩點在2011年的稀土，2014年碳酸鋰行情中同樣演繹得淋漓盡致。

回到近期銅價回檔問題，2016年11月共和黨執政給了市場關於基建的強心劑，銅價一路上漲；近期關於基建放緩的預期明顯打壓銅價。但這類事件最終是小的波動因數，因為商品很純粹，供需結構從根本上影響方向。當前價格長期底部，上游罷工頻出已經顯示供給緊平衡狀態。下游需求中：共和黨基建、一帶一路基建項目落地和中國基建任一因數都可能成為新的超預期因數。生產要素的成本長期處於底部，經濟自運行往往好於預期。因此我們仍舊看多銅價上漲的大趨勢。

風險提示：系統性風險。

## 通訊服務：通信結構性機會—高景氣子行業龍頭+低估值組合

核心觀點：17 年年初至今，通信行業整體跌幅居前，但 1 月中旬以來反彈結構性機會不少，核心推薦“高景氣子行業龍頭（光迅科技、海能達）+低估值（星網銳捷、烽火通信等）組合”。

1、“高景氣子行業龍頭+低估值”組合：市場熱點有從週期、消費部分轉向機構低配、估值回落的 TMT 的動態。年初以來通訊行業指數各行業表現倒數，但 1 月中旬以來的反彈結構性機會不少，邏輯核心圍繞“高景氣子行業龍頭+低估值”組合，重點推薦：1) 光器件~光迅科技（產品技術升級驅動的國產化替代、Vcsel 雷射器為代表的成熟光器件從工業走向海量的消費電子市場），2) 專網~海能達（國內持續受益專網模轉數升級紅利、海外一帶一路及國際化推進順利），3) 低估值~通信設備藍籌：星網銳捷、烽火通信。

2、光通信板塊依然是通信行業 2017 年重點投資領域之一：上游——國內光器件龍頭光迅科技（全球 NO.4）、雲計算中心光模組國內龍頭中際裝備（收購蘇州旭創，股價開始反映重組方案順利通過的預期），其次博創科技、新易盛、天孚通信等，下游設備商烽火通信、中興通訊均繼續受益流量持續高增長推動的產業趨勢。建議關注光纖光纜子行業 A 股龍頭亨通光電（定增已過會待發行）、中天科技及 H 股長飛光纖光纜，2017 年動態估值均處於 11~15xPE 的歷史底部區間，可作為防禦配路的優選標的。

3、2017 年物聯網主題投資，將更加側重優選具有核心技術支撐能力的企業及下游行業應用中卡位佈局領先的公司：重點推薦高新興，先後收購中興智聯、中興物聯，車聯網產業佈局落子實。其次，關注物聯網智慧醫療領域的思創醫惠、宜通世紀，M2M 通信模組企業移為通信、物聯網領域 IC 分銷企業潤欣科技、煤礦監測領域梅安森等。

4、一帶一路建設配套重點是資訊基礎設施，處於全球領先的國內電信設備企業預期將最受益一帶一路地區的資訊基建。

從海外收入占比、增速、海外業務市場與一帶一路國家的相關性角度，海能達是通信行業一帶一路標的龍頭。結合相關企業海外市場戰略、業務相關性及估值，其他一帶一路標的推薦上游-光迅科技（光器件），中游-烽火通信/亨通光電/中天科技（光傳輸網設備&光纖光纜）、星網銳捷（IP 數通設備）、下游-高新興（新疆地區“智慧城市”），及關注中興通訊(全產業鏈綜合型)。

5、國企改革是 2017 年包括通信行業在內的，重要主題性機會。我們重點推薦的中國聯通、星網銳捷是通信行業比較代表性的混改標杆。類中國聯通、星網銳捷的混改模式和號百控股模式的資產注入模式是通信行業國企改革關注重點；涉及央企序列的 CETC 系傑賽科技等、CEC 系、中船系~中

電廣通、郵科院系~長江通信等、大唐系~高鴻股份等、普天系~東方通信/上海普天/東信和平，地方國資的陝西省~烽火電子、深圳~特發資訊等，建議關注。

風險提示：中小創的系統性估值波動。

## 煤炭：兩會安檢有利煤價，關注國改重組上下游

兩會環保安檢有加強跡象，供給趨緊可能會延續到兩會後。1) 陝西等地部分煤礦由於兩會安全限產，導致週五期貨煤價大幅反彈。2) 安監總局：3月至年底，對全國煤礦及其上一級公司開啟安全監察。3) 環保部：今年環境專項監督工作將在全國組織不低於2次。

國企改革推進煤、電、鋼整合重組。1) 國資委：將穩步推動企業集團層面兼併重組，加快推進煤鋼電業務整合，同時電改進程有望加速，五大發電集團旗下上市煤企（露天煤業、平莊能源）將是關注重點。2) 山西：將大力發展煤炭大集團，依託晉北、晉中、晉東三大基地，加快深化國企改革，推進三大煤炭基地建設。焦煤集團旗下西山煤電，山西焦化值得關注。3) 煤炭行業首例債轉股進展順利，山東能源集團表示，債轉股發展基金項目資金已到位，合計94.5億元，期待兗州煤業母公司兗礦集團跟隨推進債轉股。

大力發展煤化工，2020年前增加煤炭需求1億噸。1) 能源局：《煤炭深加工“十三五”規劃》發佈，到2020年產能目標為煤制油1300萬噸，煤制天然氣170億立方米，按4噸耗煤/噸油和5噸耗煤/千立方天然氣估算，新增產能或帶來耗煤增量1億噸/年。2) 能源局將推進煤炭深加工，17年建成神華寧煤（400萬噸/年）、潞安煤制油180萬噸/年等項目，開建蘇新能源40億立方煤制氣，內蒙伊泰200萬噸項目。

煤炭供給增速較慢，庫存下降，動力煤價止跌反彈。截止17年2月24日：1) 秦皇島港動力煤（Q5500）601元/噸，周環比+2.6%。2) 6大電廠日均耗煤66萬噸，周環比+10.5%，三港庫存合計858萬噸，周環比-6.5%，六大電廠可用天數僅為17天。此次動力煤價格反彈主要是產能釋放慢於預期，兩會前安監、環保督查力度加大，部分煤礦未復工，加之天氣因素和需求季節性恢復。

投資建議：276政策尚未落地，短期兩會環保限產政策對煤炭構成利好，煤炭行業17年的供求狀況大概率不會比16年緊張，17年國企改革帶來的成本下降和盈利改善才是煤炭行業主要機會。建議關注：\*ST煤氣，西山煤電，山西焦化，上海能源，中煤能源，\*ST新集，通寶能源，潞安環能，兗州煤業，平煤股份。

風險提示：政策變化風險，國企改革慢於預期。

## 化工：化工行業的關注度提升

我們對 2014 年以來各季度基金前十大重倉股進行了統計分析，結果顯示，2016 年以來化工行業的關注度逐季提升；高成長與低估值更受關注。

化工板塊關注度明顯提升。自 2015Q1 年以來，化工板塊重倉持股占基金股票投資市值比從 1.32% 提升至 2.65%，其中 2016 年 Q1-Q4 該比值分別為 2.06%、2.27%、2.39%、2.65%，板塊持股比逐季提升。

中國石化、康得新每季度重倉股排名前十。2016Q4 重倉股排名前十（按持股基金數排序，下同）分別為中國石化、萬華化學、康得新、三友化工、聯化科技、三聚環保、新奧股份、國瓷材料、上海家化、華魯恒升，其中中國石化、康得新自 2014Q1-2016Q4 每一季度重倉股中均排名前十，2016Q4 分別有 153、62 檔基金持有這兩檔股票，持股市值比分別為 0.22%、0.15%。其他重倉股如萬華化學、三聚環保、聯化科技、國瓷材料、上海家化從歷史持倉情況來看也備受基金偏愛。

2016Q4 新奧股份、華魯恒升新進重倉股排名前十。從歷史化工重倉股來看，2016Q4 新進了兩檔股票新奧股份、華魯恒升，分別有 36、30 檔基金持有，按持股基金數量排名分別排 7、10 位，持股市值比均為 0.04%。

高成長、低估值更受關注。通過對化工板塊重倉股的分析可以看出，機構對於業績快速提升、估值優勢明顯的化工公司的關注度更高。以華魯恒升為例，公司年淨利 9 億左右，而 2016 年公司總市值最低時不足 100 億，PE 估值 11 倍。在成本優勢、產品增量等有望推動公司利潤增長的預期下，華魯的關注度在 2016 年提升較快。

關注低估值的煉化、滌綸板塊。2017 年，我們認為在油價底部抬升的背景下，煉化及滌綸子行業將具備較高的業績和較低的估值，可關注煉化子行業的華錦股份、中國石化、上海石化；滌綸子行業的桐昆股份、恒逸石化、恒力股份、榮盛石化。

風險提示：原油價格回落。

## 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。