

大市導航

石油化工：PTA 還能再破前高嗎？

報告背景。前期 PTA 價格在 PX 檢修、挺價、故障和原油上漲等多重預期下走出了一波上漲行情，主力價格最高達到 5912 元/噸。尤其是在新年過後，市場在供應偏緊預期的影響下走出了這一波中第二小波較明顯的漲勢。但是，近期 PTA 價格出現了一定的回落。這使得我們希望對回落原因和後期走勢進行一定分析。

近期下跌原因分析。一、市場走勢部分透支了金三銀四的預期。二、挺價預期落空。三、擠倉預期落空。四、PTA 工廠進行賣出套期保值。

PTA 後期走勢分析。綜合來看，後期 PTA 動態利潤上漲的潛在動能來源於裝路故障、檢修和廠家挺價的可能性，但實際影響可能有限。而 PX-石腦油價差有縮窄可能，PTA 老裝路重啟和新裝路投產也會給 PTA 價格以壓力，因此正常情況下 PTA 可能走入較弱走勢，但由於下方空間有限，料 PTA 振盪為主。

風險提示：PTA 價格受系統性風險影響，尤其是原油價格波動風險和匯率風險。

農業：動物疫苗專題報告之二：上市公司梳理，重點關注生物股份、天康生物

我們近期對動物疫苗行業政策進行了梳理，核心結論如下：1) 口蹄疫：亞洲 I 型退出免疫，A 型將實現全國普免。口蹄疫亞洲 I 型的退出已經啟動，A 型的免疫也將鋪開，由於市場缺乏豬用 A 型疫苗，我們認為蘭研所正在研發的豬用 O-A 疫苗從政策角度看應會加快推出進程；2) 高致病性禽流感：病毒複雜多變，防控形勢嚴峻。高致病性禽流感防控形勢依然嚴峻，除了對 H5 亞型實施強制免疫，H7 亞型防控要求將會更高；3) 豬瘟：逐步退出招標，市場規模將提升。豬瘟由於發病率和致死率高，退出招標後仍將全面免疫，高質高價的市場苗將推動市場規模提升；4) 高致病性藍耳：逐步退出招標，不確定性較大。高致病性藍耳缺乏有效產品，取消招標後，面臨的不確定性很大；5) 布病：納入強制免疫，進行區域化管理。布病納入強制免疫後，重疫區的牛羊將全面免疫，由於現有產品免疫效果差，生物股份新產品的推出有望迅速打開市場；6) 小反芻獸疫：實施消除計畫，2020 年非邊境地區達到無疫狀態。免疫計畫提出到 2020 年除了邊境免疫隔離帶以外，全國達到非免疫無疫狀態，具體能否實現，還需觀察。

生物股份：規模客戶擴產、滲透率提升拉動口蹄疫需求。2016 年公司表現超過市場預期，整體利潤增速達到約 30%。展望 2017 年，我們認為公司口蹄疫市場苗有望繼續保持快速增長。一方面規模化養殖客戶的擴張將直接拉動對高端疫苗的需求；另一方面，口蹄疫市場苗的滲透率提升空間仍大。我們預計公司 2017 年業績增速在 35-40%，當前 PE 估值 25 倍左右，建議重點關注。

天康生物：口蹄疫市場苗重出江湖，豬瘟、禽流感新品值得期待。公司口蹄疫市場苗生產線改造完成，我們預計 2017 年產品一旦推出，有望實現 1-1.5 億銷售收入。此外豬瘟和禽流感兩個疫苗有望新增收入約 1 億元。加上生豬養殖利潤穩定，則 2017 年總體利潤增速有望達到 20%，市場存在一定預期差。當前 PE 估值 19 倍，建議積極關注。

中牧股份：主業穩健增長，改革仍在推進。2016 年公司三項主業都保持穩定增長，2017 年口蹄疫市場苗仍是最受關注的品種。公司國企改革仍在推進中，主要可能在股權激勵和混合所有制改革兩個方面有所突破。一旦體制機制得到突破，管理層利益更深入綁定，加上本身擁有良好的產品和較強的研發和市場能力，未來業績增長有望更上一個臺階。

普萊柯：疫苗領域深耕細作，檢測業務快速佈局。公司 10 余項產品進入新獸藥註冊階段，我們認為未來幾年業績提升將得到充分保障，看好其主業的長期成長性。此外公司積極佈局動物協力廠商檢測業務。2016 年已完成 5 個省份實驗室佈局，預計今年還將繼續增加 10-15 個省份，佈局速度將加快。未來檢測業務將逐步成為公司核心業務之一。

風險提示：政策執行力度不達預期，養殖業存欄大幅下降。

房地產：“行業 46 分化，開發商 28 分化” ——兼談北京限購升級

短期多地限購升級，短期抑制需求，中長期看供給提升力度

1) 北京“一提一降”提高限購門檻。進一步提高了二套房貸最低首付款比例，普通自住房提高至 60%，非普通自住房提高至 80%；同時降低住房貸款期限，將原來最高可達 30 年的貸款期限降至 25 年。

2) 多城市目前限購升級。除北京之外，近期河北涿州、保定涿水、杭州、張家口、南昌等城市都不同程度加碼限購政策。

目前整體限購城市達到 34 個。

現階段怎麼看：基本面越好，政策面越差，但因城施策不會改變

1) 當前行業存在過熱，政策不會放鬆。從投資和市場需求兩端看，17 年開局均表現超市場預期，表現為過熱情緒。按照海通房地產四項限分析框架看，目前處於房價，投資增速均保持上升趨勢的

雙升區域。一旦行業處於該位路基本面越好，政策面越差是趨勢。經濟穩定帶來政府有更大調控空間。

2) 城市差異和投資整體處於歷史低位造成因城施策取代全國性調控。與此前多輪調控相比，本輪調控最大區別在於：1) 經濟增速背景有所不同；2) 不同類型城市表現差異明顯。以上兩點因素造成，因城施策取代全國性調控。未來怎麼判斷：“行業 46 分化，開發商 28 分化”。

1) 行業 46 分化。考慮因城施策的政策本質，政策差異性還將持續。預計占銷售面積比在 40% 左右熱點城市將繼續加強各類限購和調控。其他占成交 60% 左右的三四線城市（尤其在重點城市圈內，具備需求承接能力的衛星城）預計還會繼續貫徹去庫存的優惠政策。不同類型城市基本面將出現明顯差異。

2) 開發商 28 分化。我們認為不是所有開發商在 2017 年都會有靚麗表現。市場集中度提高，強者恒強和錯位競爭會造成 2017 年開發商 28 分化。藍籌開發商在 2017 年競爭優勢會更加明顯。此外，1H 有效去庫存企業全年均有望占優。從目前行業梯度情況看，1-2 月銷售額前三強達到平均 800 億規模，而 4-10 位只有 230 億。第 100 位企業僅 12.6 億。市場表現差異巨大。

投資建議：截至 2016 年 3 月 17 日，A 股市場動態 (TTM) PE 在 25.93 倍，房地產板塊動態 (TTM) PE 在 21.23 倍。

短期影響投資心態，但對價值股行情影響有限。建議堅定銷售邏輯，看好基本面行情。看好：1) 3000 億衝擊 5000 億企業；2) 衝擊和維持 1000 億以上企業：保利地產、招商蛇口、華夏幸福、新城控股、藍光發展、濱江集團、首開股份。3) 年報預增類：世聯行、粵泰股份、三湘印象。

風險提示：行業存在繼續調控風險。

策略：地產新政無礙春季行情

核心結論：①股市和房市的關係一是基本面正相關，二是資金面負相關，2012 年以來負相關主導。貨幣未系統性收緊，地產因城施策無需擔心。②春季行情邏輯是資料改善、政策友好，上半年是進二退一震盪市，資料繼續好轉，春季行情繼續，4 月中關注政策緊的壓力，如去杠杆和中美貿易摩擦。③A 股進入二維投資時代，消費升級+主題週期+價值成長，短期重視高分紅類股，尤其央企。

春季行情仍在路上。①本輪春季行情繼續，地產政策緊未必是利空。3 月上半月投資者一直有兩大擔憂：一是 3 月美聯儲加息利空 A 股，二是兩會結束後經濟貨幣政策或趨緊令市場受挫，上周兩大利空逐步落地，A 股港股美股均上漲，兩大利空都不足慮。3 月 17 日北京房市政策再收緊，提高首付比例，且認貸又認購，廣州等城市也出臺偏緊政策。我們認為，這點無需太擔憂，地產政策偏緊對股市未必是利空。股市和房市間有兩個傳導路徑，一是基本面正相關，二是資金面負相關。

2012 年以來，兩者基本面的正相關已經小於資金面的負相關，所以房市和股市間蹺蹺板效應增強。②上半年是進二退一的震盪市，二季度注意國內外政策面干擾。行情的結束有兩個路徑：第一，資料變差，第二，政策變緊，而且春季行情都有輪漲的特徵，4 月是行情選擇方向的視窗。展望未來，需待 4 月中旬前後一季度資料及政策面動向，目前政策面干擾主要有國內去杠杆和中美貿易摩擦。

投資步入二維時代。①週期和消費從輪動走向共生。回顧歷史，週期與消費輪漲特徵明顯，如 06-07 和 09 年牛期間週期行業領漲，08 年熊市中消費跌幅小，就在“週期進攻、消費防守”已潛移默化成為投資者共識時，16 年以來市場將這一共識打破，漲幅居前的行業既有家電、食品飲料等消費行業，也有建築、建材等週期行業。週期股單純從經濟好轉角度找高貝塔的舊邏輯已經水土不服，因為固定資產投資增速只是小幅改善，需求端的邏輯有天花板，需結合供給端或政策主題。

消費股已不是簡單防禦品種，收入水準上升和人口結構變化是消費升級的根本動力。②價值和成長走向融合，價值型成長。

從 13 年開始中小創不斷走牛，市值小、概念強的個股受到熱捧，主要是因為兩個制度紅利：一是並購政策鼓勵上市公司外延擴張，二是對 IPO 發行數量控制。14-15 年看風口、博彈性時代已經過去，成長股從以前炒概念走向看業績。

應對策略：步步為營，穩中求進。①步步為營，跟蹤政策和基本面變化。今年上半年延續去年 1 月底以來中樞抬升的進二退一式震盪格局，16 年上半年 2638-3100-2800 點，下半年 2800-3300-3000 點，半年時間震盪中樞抬升近 200 點。春季行情變化一般源於基本面改善被證偽或政策面變緊，當前巨集微觀基本面資料良好，春季行情進入進的第二階段。②消費升級+主題週期+價值成長，短期重視高分紅類股。1 月底 2 月初我們提出春季行情後，建議以消費類價值股為底倉，用一帶一路、國企改革來進攻，《輪動到成長-20170226》提出春季行情輪漲到成長，並與行業分析師合作構建 12 只績優成長股。

行業演繹至此，建議均衡配股，A 股已經進入二維投資時代，消費升級+主題週期+價值成長。

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。

家用電器：空調景氣維持高位，龍頭估值有待提升

空調景氣維持高位，龍頭估值有待提升。產業線上發佈空調 17 年二月份資料，結合一二月看，銷量同比增長 40%，其中內銷同比增長 86%，外銷同比增長 14%。行業景氣度維持高位，龍頭估值仍低，推薦格力電器（預期差及估值差帶來補漲空間），美的集團（T+3 全面推行競爭優勢突出），關注海信科龍（盈利持續改善）。

風險提示：需求不及預期。

傳媒：推薦院線板塊 遊戲關注補漲股

短期關注院線股，4月《速度與激情8》有望帶動票房：推薦中國電影、上海電影。同時關注IP、遊戲估值低、前期滯漲公司：中文傳媒、帝龍文化、捷成股份。中長期看好教育和傳統媒體：世紀鼎利、立思辰、廣弘控股、南方傳媒、長江傳媒。

風險提示：傳媒板塊系統性風險；中國A股回檔風險導致估值下降。

有色金屬：有色投資需要“強勁”

有色投資需要“強勁”。3月FED加息後有色板塊並未出現此前預期的猛烈上行（利空出盡），其緣由還是市場擔憂經濟可持續性。

回顧2016年鋅走勢，全年鋅價震盪上行，期間出現不少尷尬時刻：16年初權威人士“L”型言論，年底金屬價格上漲但股價不漲。在主升浪前多數情況是力不從心，但質變往往出現在市場麻木無奈之時。

商品很純粹，影響價格根本是供需。大趨勢看，加息頻次越高，越說明經濟好於預期；正如FED紀要顯示美國就業繼續增強，經濟活動溫和擴張：企業固定投資有所增強，通脹正向2%長期目標靠攏。其次，2季度是傳統下游需求旺季，3月之後庫存預計快速下降（過去三年季節性規律明顯）。

因此，我們堅定看好以銅為首基本金屬；小金屬堅定看多鈷（主升浪）和鈦（下一個鈷）。除此之外，重點關注金誠信，邏輯清晰：1）員工持股價附近，2）盈利能力強，3）一帶一路優質標的：擬收購非洲在產銅礦增厚利潤。

風險提示：中國A股回檔風險導致估值下降。

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。