

2017年5月22日

銷售部 - 投資策略

策略

結構勝於趨勢

核心結論：①市場中期震盪市格局未變，主要矛盾是結構。2005年來資料顯示目前估值對應萬德全A未來一年正收益概率超六成，中小創兩成上下。②震盪市的年份通常有兩波機會，需要時間熬過資金緊張期，等待業績公告期的資料扭轉預期。③盈利與估值匹配度是結構差異的核心，持有消費和白馬成長等一線龍頭股，中期看好低估低配的金融。

產業資本增減持與股指關係不大。①近期產業資本動向：在主機板增持，而在中小創減持。2017年以來產業資本淨減持額為176億元，產業資本在主機板淨增持51億元，在中小板、創業板分別淨減持110、117億元。回歸歷史，產業資本在主機板淨增持的情形也不多見，僅出現在2012/01-2014/07、2016/01至今的震盪市中。在震盪磨底過程中，市場估值中樞逐步下移，此時價值投資機會出現，產業資本入場增持。②產業資本增減持與指數漲跌關係不大。回顧2007年以來產業資本淨增持額/流通市值的表現，可以發現除2015/07-2016/01異常波動期間外，其他時點產業資本基本表現為單邊淨減持，產業增減持與上證綜指漲跌關係不大。我們認為A股中期震盪市格局未變，按照震盪市期間每月淨減持額/解禁規模為4.3%推算，那麼預計5-12月淨減持780億元，全年淨減持967億元。按照今年1-4月月均成交額計算，5-12月月均減持額/成交額為0.18%，與2007年以來均值0.18%一樣。

結構分化源於基本面的差異。①震盪市業績為王，白馬強者恒強。我們在前期相關報告指出，震盪市業績為王，績優股強者恒強。A股出現消費股和白馬成長行情，主要源於：一是在經濟轉型期，消費升級正在進行中，需求改善推動消費股業績好轉；二是在震盪市中，機構投資者占比上升，尤其是絕對收益資金占比上升，更注重業績的確定性、估值和業績匹配度；三是監管層加強管理，引導市場向價值投資回歸。從根本上看，驅動本輪白馬消費股行情的動因未變，在近期行情下跌和反彈中白馬消費股表現出更強的韌性。②其中，龍頭盈利和估值匹配度更好。4月10日以來除有色、軍工、建築外，其他所有行業龍頭公司表現均超行業整體水準，特別是電子元器件、輕工製造、醫藥龍頭公司超額收益明顯。

應對策略：結構優於趨勢。①震盪市格局未變，第二波機會仍需等待。參考過去震盪市經驗，一年通常兩波機會，4月來的調整仍需時間消化。6月市場仍面臨資金面的考驗，如季末的資金季節性緊張、金融監管持續、美國利率期貨市場隱含6月加息概率為78.5%。熬過資金緊張期，7-8月進入中報披露期，屆時業績資料如靚麗將修復預期。②結構更重要，一線龍頭+金融股。我們一直堅持A股進入二維投資時代，配置角度行業意義弱化，公司地位意義上升，即以二維視角思考，選各領域業績增長確定的一線龍頭股。此外，看好金融股，目前金融股是最低估、低配的板塊，容易出現預期差。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。

大市導航

航空航太與國防：治國論軍十二大軍工集團系列報告（2）：航空工業主力軍，資本運作先鋒——中國航空工業集團公司

航空工業主力軍，四大經營領域齊開花。中國航空工業集團是十二大軍工集團之一，涉獵軍用航空與防務、民用航空、工業製造、現代服務業四大領域。集團體系龐大，擁有19家A股上市公司及8家境外上市公司。2016年，由於中國航空發動機集團的剝離，中航工業業績略微下滑，營業總收入3706億元，實現利潤總額167.3億元，EVA 23.8億元；近五年來，集團營業收入複合增長率7.0%，利潤總額複合增長率6.1%。

與世界強者相比，軍用航空產品實現了從“望其項背”到“同台競技”的跨越。戰鬥機方面，“鸚鵡”、“殲-20”等四代機的亮相將為空軍力量建設帶來質的飛躍；預警機方面，“空警200”、“空警2000”為代表的大中型空中預警/指揮機，使我國成為少數幾個能夠完全自主研製大型預警機的國家；運輸機方面，“運-20”大型運輸機的交付是我軍戰略投送能力建設的重大里程碑。

發軔轉型，民用航空、非航空民品與現代服務業並進發展。①民航產品譜系進一步完善。通用航空的發展受國家政策支持，集團下發《關於加快通用航空產業發展的決定》積極推動通用航空產業發展；瞄準渦槳支線飛機世界第一，渦槳支線飛機呈現多型並舉、多用途發展的新格局；AC系列直升機完成了從1噸至13噸級國產直升機產品全譜系發展，初步形成了全價值鏈發展；積極深入民機部件轉包生產領域，全方位助力國家民航產業和基礎設施發展。②非航產品“十二五”期間年均增速達21.3%，反哺航空主業發展。非航空民品方面，通過內生式發展與外延式並購打造出一批行業領頭羊；在現代服務業方面，著力發展支撐航空主業的高端消費品、非銀行金融業務、貿易物流、高端消費品、房地產與酒店物業、工程建設業務和航空創意經濟等現代服務業。

軍工集團資本運作先鋒，後續整合關注軍機業務與科研院所。以總資產口徑計算，集團截止2015年末的資本證券化率約為62%，在十二大軍工集團中排名第一。集團逐步完成了運輸機、直升機、航電、機電、金融等業務板塊的整體上市，除研究院所和軍機業務外，以上市公司為平臺的專業化整合基本完成。我們認為雖然大量優質的軍工資產已注入上市平臺，研究院所和軍機業務的後續整合仍然值得預期。

關注相關公司。中航飛機、中直股份、中航光電、中航機電。

風險提示。軍工行業改革進程具有不確定性，集團改革也具有不確定性；國家政策推進緩慢，軍民融合政策不確定性，低空放開不及預期；軍品訂單具有不確定性。

石油化工：全產業鏈快速發展，天然氣行業有望長期景氣

全球天然氣行業概況。全球天然氣探明儲量穩步增長，其中大部分集中在中東和歐洲地區，北美地區探明儲量增長明顯。2015年全球天然氣產量達到3.53萬億立方米，近15年複合增長率為2.5%，新增產量主要來自中東、亞太和北美地區，其中美國貢獻了北美地區所有新增產量。2015年全球天然氣消費量達到3.47萬億立方米，近15年複合增速2.5%，全球天然氣供需保持寬鬆，區域性供需差逐漸擴大，國際貿易活躍度上升，北美實現自2001年首次供給平衡，美國未來有望成為天然氣出口國。

我國天然氣行業概況。我國已成為世界第一大能源消費國，但天然氣在一次能源使用占比不足6%，遠低於世界平均水準。常規天然氣探明率僅為19%，尚屬於勘探前期，剩餘可采儲量3.78萬億立方米，儲產比30.4，非常規天然氣潛力巨大，葉岩氣技術可采量超過美國，位居世界第一。近年天然氣國內供給能力快速增長，近15年複合增速超過10%，天然氣進口格局基本形成，主要資源國超過15個。天然氣消費量增長迅速，近15年複合增長15%，其中70%需求量來自工業燃料和城市燃氣。

供給端實現國內穩步增產與進口長期保障。國內方面，我國天然氣勘探逐步深入，後續地質資源勘探難度加大，非常規氣儲量豐富，未來深度開發還需技術進步。短時間內常規天然氣增產並無儲量壓力，預計成為國內增產的主要力量，主力氣田穩定生產，增產潛力巨大。長期來看，非常規天然氣產量占比有望提升，未來有望成為國內增產主力。進口方面，目前我國已完成進口氣四大通道的佈局，其中管道氣主要來自中亞、俄羅斯和緬甸，LNG主要來自簽訂長期合同（SPA）的5個國家，管道氣已實現氣源多元化，SPA合約將長期保障進口LNG能力。

中游基建加速，輸儲設施連接上下游。我國天然氣中游基礎設施加速建設，主要包括天然氣管道、LNG運輸工具、LNG接收站以及儲氣庫。我國天然氣管道骨幹基本形成，2015年底天然氣管道7.2萬千米，區域性管道仍需完善，管道線將加速建設。LNG運輸工具多元化，公路運輸技術成熟，船運發展迅速，鐵運值得期待。LNG接收站加速建設，預計到2020年，我國投運的LNG接收站達到21座，接收能力達到6880萬噸，基本滿足SPA照付不議義務量。儲氣庫成為我國天然氣發展的最大瓶頸，目前商業模式有限，缺乏獨立盈利能力，並且總量不足，分佈不合理，隨著政策引導支持，預計十三五期間儲氣庫也將加速建設。

下游四大類需求齊增，看好細分市場需求。根據《天然氣發展十三五規劃》，我國天然氣消費量到2020年將達到3488億立方米，複合增長率為14.1%。工業燃氣方面，國家著力推進“油改氣”專案，預計工業燃料領域天然氣消費量到2020達到877億立方米，年複合增速為10%以上。城市燃氣方面，隨著城鎮化穩步推進，氣化人口增加，天然氣消費有望加速，預計城鎮燃料用氣量到2020年達到330億立方米，複合增速10%以上。發電方面，加快建設天然氣調峰電站和分散式能源項目，預計2020年天然氣發電裝機規模達到1.1億千瓦以上，占發電總裝機比例超過5%，預計用氣量年複合增速13.5%。化工用氣方面，化工產品價格穩定，化工用氣有望保持平穩。LNG車船空間巨大，隨著加氣站建設加速，有望成為需求爆發的細分市場。

重點上市公司。從公司層面上來看，與天然氣行業密切相關的公司主要參與上游開採、中游管網與接收、下游運營以及相關設備等方面。主要上市公司包括：新奧股份、新奧能源、國新能源、中天能源、勝利股份、陝天然氣、金鴻能源等。

風險提示：改革進度低於預期，天然氣下游需求增速低於預期，政策風險等。

煤炭：二季度優選國改和盈利確定性高的公司

一季度煤炭市場：節前疲弱，節後走強。一季度焦煤先跌後漲，動力煤由於處於旺季相對強勢（價格）。1、春節前由於價格漲幅過大，煤價1季度初有正常回落。2、節後受礦難和兩會安監加強影響，煤礦復工率低；節後投資慣性增速仍然較高，動力煤和焦煤都呈現相對強勢。3、3月生產雖已恢復至3億噸，但按330天估算，單月可達3.3億噸，二季度產量仍有增長空間。截止一季度末，秦皇島動力煤（Q5500）為684元/噸，較春節前+14.6%；春節後京唐港主焦煤一直持平在1510元/噸，進入4月旺季，焦煤季節性需求有望好轉。從煤炭公司2017一季報來看，整體盈利相對四季度都有明顯好轉。

二季度需求慣性向上，PPP對沖地產銷售下降，煤炭需求同比增速存在不確定性。去年啟動的基建PPP和地產的慣性效應強大，二季度鋼材和水泥迎來需求旺季；火電雖進入淡季，但今年的來水偏枯，水電供給仍有不確定性，火電或仍有增長。儘管國家房地產限購政策已經開始，一季度地產資料仍非常好，3月新開工面積3.2億平方米，同比+12%，銷售面積2.9億平方米，同比+20%。然而一季度銀行信貸已經開始縮減，全年去杠桿和美國加息的基調下，未來貨幣增速也難輕易放開，但PPP和一帶一路的需求和進展存在帶動需求好轉的可能，二季度煤炭需求增速存在不確定性。

二季度供給繼續增加的可能性大。兩會結束，煤礦逐漸復工，煤價也超出了發改委劃定的470-600元/噸之間的範圍，近期發改委還在力推產能置換，今年已批4.4億噸，總體看，今年新增產能會大於去年。今年計畫產能退出1.5億噸，預計二季度開始會逐漸開始兌現。從前3個月的產量增加看，供給在逐步釋放，5月開始煤炭的供給有望進一步恢復；而從3月的火電，粗鋼，水泥需求看，尤其3月開始，供需格局已經開始弱化；二季度煤炭供給繼續增加的概率大，煤價或震盪下行。

二季度煤炭供需都有較大不確定性，多關注業績確定性好轉的公司。由於一季度盈利好轉，二季度供需雖然有變差的可能，但之前成本控制較松，如果價格下跌，企業也有空間降成本和去杠桿，二季度盈利仍可能接近一季度，部分公司甚至還會好於一季度。優選業績確定性強和國企改革預期的公司：兗州煤業，西山煤電，煤氣化，中國神華，瑞茂通，冀中能源，潞安環能，山煤國際，神火股份，陽泉煤業等公司。

風險提示：煤價大幅下跌，煤礦安檢不利。

傳媒：推薦遊戲、內容院線板塊

騰訊營收、利潤高增長顯示遊戲行業景氣依舊，A股白馬公司PEG仍小於1，所以遊戲仍有相對收益，推薦完美世界、三七互娛等。影視、內容方面，優秀影片、電視劇需求仍然旺盛，相對而言我們傾向於推薦管道端，即院線，因為內容端的收入、利潤穩定性較低，當然龍頭公司也值得推薦，推薦中國電影、萬達電影、慈文傳媒等。個股關注具備龍頭特質或者行業壁壘的公司：分眾傳媒、視覺中國、皖新傳媒。以及估值較低、回檔較深的公司：新文化、百洋股份、長城影視等。

風險分析：傳媒行業公司定增解禁，減持預期，業績對賭不達預期等風險。

資訊服務：從移動優先到AI優先

資訊服務：從移動優先到AI優先

上周的Google I/O開發者大會，正式宣佈現已將整體戰略從“移動優先”轉變為“AI優先”。儘管不像往屆那樣有諸多讓人眼前一亮的黑科技，但我們看到的是穀歌從基礎硬體，到全新架構，再到應用層利用AI技術不斷優化用戶體驗，穀歌的人工智慧生態不斷完善。

谷歌不僅搭建了全新的AI優先型資料中心，也發佈了第二代TPU，並將上線Google Cloud以及整合進穀歌計算引擎；在演算法平臺層，穀歌也發佈了專門為移動設備開發的半杯TensorFlow Lite，帶來更為精簡、高效的全新架構。而應用方面，從Google Lens的視覺搜索應用，到Google Photo的智慧照片分享等，穀歌致力於將AI技術結合所有產品線進一步優化使用者體驗。

AI帶來的IT架構深層次變化，雲和端的再平衡

當人們都聚焦在“人工智慧+”的時候，我們還是從AI帶來的最深層次的IT產業變革來尋找投資機會。分析IT架構的深層次變化，其意義遠大於去分析所謂的“AI+”，這也是我們從穀歌I/O大會所學到的。

一方面，未來的雲計算中心隨著神經網路深度學習專用晶片的使用和專用GPU加速伺服器的應用，基礎資訊設施將走上羽量級，專業化和高效化的道路。

另一方面，終端智慧化成為未來趨勢。隨著高速計算單元和大量快閃記憶體的配置以及演算法的升級，智慧終端機將具有更強計算、存儲、資料壓縮能力，這一趨勢將減少雲計算通用處理器和網路傳輸頻寬的壓力，為未來物聯網的發展做好鋪墊。而隨著國內“智慧城市”、“平安城市”的大力建設，安防領域應用將會走在人工智慧的前列。

推薦big name公司和優質中型成長

十三五軌交、安防領域加大基礎設施建設，人工智慧安防產業應用爆發在即，看好海康威視、大華股份、熙菱資訊等。支付行業趨向規範健康快車道，移動支付從1到100，關注相關佈局公司，如新大陸等。科技藍籌是今年全球機構投資者的重倉，推薦Big name龍頭公司：海康威視、大華股份、東軟集團。以及優質的中型成長：新大陸、廣聯達、創意資訊、華宇軟體、啟明星辰等。

風險提示：AI產業應用不及預期，短期市場波動風險。

交通運輸：航空景氣度向好，機場輸送量高速增長

上周國內線層面RPK同比+18.3%、ASK同比+27.3%；國際線層面RPK同比+15.0%、ASK同比+22.8%。國內線需求增速較前一周有所擴大，這主要是因為商務出行需求較去年有所提升，疊加4月底高鐵提價導致部分旅客轉而乘坐航班出行。國際線需求增速基本與前一周持平。上周國內及國際客座率分別下降5.7pct和4.4pct，這是由於2016年航空市場低迷，各大航在供給過剩的同時降低票價，致使客座率虛高。但是客座率降幅較前一周已有所收窄。上周，剔除燃油客公里收益國內線同比-1.1%，國際線同比-2.4%，和近幾周相比跌幅有所收窄。今年自3月份航空淡季以來，國外航線營收水準較去年同期明顯上了一個臺階。國內線客票收入呈現15%以上的同比增長；國際航線客票收入同比增長10%以上。反觀去年情況，2016年3月到5月，內線客票同比增速僅5%，國際線雖流量增長較快，但票價下滑嚴重，整體客票收入同比也僅增長11%，和今年基本持平。淡季不淡，旺季更旺可期。

機場：商務出行需求增加，拉動樞紐機場輸送量高速增長。機場方面受益於航空市場回暖，各項指數同比去年明顯反彈。商務出行需求的增加拉動了各大樞紐機場的進出港航班和旅客量。浦東、虹橋、廣州和深圳機場進出港航班量同比增幅分別為12.4%、8.3%、15.4%和17.6%；對應的進出港旅客量分別增長12.2%、7.7%、12.3%和12.4%。重慶機場方面由於去年年底至今新添及加密多條航線致使進出港航班量同比增速一直處於高歌猛進的狀態，上周同比增速173.1%。未來機場運力有望進一步獲得釋放。此外，機場收費改革落地疊加進出境免稅店的招標，我們認為上海機場將受益明顯，重點推薦。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

家電行業：4月空調高增長延續，量價齊升板塊優勢明顯

根據產業線上資料，2017年4月家用空調生產1439.92萬台，同比增長23.24%，銷售1463.41萬台，同比增長32.34%。其中內銷出貨785.12萬台，同比增長69.85%。出口730.83萬台，同比增長5.39%。

量價齊升保證板塊收入業績高增長確定性，估值與盈利能力一併修復上行，現階段行業處於高景氣階段。我們認為從業績和估值匹配度看目前板塊比較優勢依然明顯，自身經營改善邏輯較強的個股仍有較確定的相對和絕對收益空間，如小天鵝A、美的集團、海信科龍等，其業績增長主要源於自身份額、均價以及盈利能力的改善，受地產和行業影響相對較小。另外空調需求端超預期，我們預計全年內銷量增幅有望接近20%，重點推薦格力電器。

風險提示。終端需求不達預期、房地產因素影響。

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。