

策略

減持新規會改變什麼？

①減持新規和IPO發行規模減小有助改善股市微觀資金供求和投資者情緒。2638點以來的中期震盪市格局不變。②中小創前期減持和IPO衝擊壓力更大，短期受益政策更明顯。震盪市業績為王的中期風格不變。③震盪市年份一般兩波機會，今年第二波機會需熬過6月資金緊張期，盈利和資金力量對比逐步扭轉。逐步佈局期，看好消費和白馬成長等一線龍頭、金融，關注國企改革。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。

大市導航

券商：不破不立，長期轉型任重道遠——券商資產管理行業專題報告

大資管時代下，券商資管參與度穩步提升。受居民財富管理意識提升及金融創新等多方面因素的影響，資管行業景氣度不斷向上，各類資產管理機構規模快速擴張。從結構來看，傳統的銀行理財和信託增長相對平穩，而包括證券資管、基金子公司、私募、期貨資管等新型資管機構規模擴張非常快。就資管規模來看，券商管理規模達17.58萬億，占新型資管機構的34%，同比增長48%，券商資管在新型資管機構中地位穩步提升。

券商資管Past：以通道業務為主的盈利模式。受益于過去監管層對金融創新的大力支持，全行業資產管理業務迅猛發展。2012年創新大會後，在“放鬆管制、加強監管”的政策導向下券商資管業務迅速發展，尤其隨著非標擴張、授信類影子銀行擴張，通道型業務迎來最佳發展機遇。2012-2013年券商資管規模同比增長5.7倍及1.8倍，主要來自於通道業務貢獻。

券商資管Present：通道政策紅利逐步消失，大力發展主動管理。隨著2014年2月，證券業協會發佈《關於進一步規範證券公司資產管理業務有關事項的補充通知》，通道型資管的政策紅利逐步消失。正是由於通道類業務儘管規模體量較大，但由於附加值較低，券商開始謀求轉型。從近年來資管規模變化來看，以通道為主的定向資管規模占比仍較大，但增速開始放緩，一些小集合和主動型集合資管的規模高速增長，成為券商資管發展的重點業務。截至2016年末，券商受託管理資產規模為17.58萬億，同比增長48%。其中主動管理業務規模4.94萬億，同比增長62.5%；通道業務規模12.39萬億元，同比增長39.9%。

券商資管Future：通道業務將告別歷史舞臺，主動管理更強調產品設計及投資能力。監管層近期多次就通道業務、資金池業務表明強監管態度，儘管經測算，去通道、清理非標資金池業務對券商業績的影響較小，但顯然資管業務野蠻擴張的時代已經過去，隨著通道業務逐漸告別歷史舞臺，資管規模收縮短期陣痛不可避免，中長期將倒逼通道業務向主動管理轉型，未來券商的投資能力、產品設計等都將成為評價券商資管能力的重要指標。

從全球資管行業發展路徑看券商資管的未來。從全球資管增速來看，北美和歐洲的資管規模穩居首位，亞太地區規模增勢強勁。我們觀察了全球頂尖資管貝萊德的發展及業務結構，我們認為國內券商資管未來的發展方向可能有以下幾個特徵：1) 資管產品多元化，添加定制資管產品；2) 板塊聯動，整合資源優勢，有效擴大資產管理規模。3) 切合客戶需求，調整資產管理技術系統。

投資建議：儘管去通道和資金池對於券商業績的影響並不大，但在短期內，券商資管規模仍將面臨較大的收縮壓力，未來券商資管想要突出重圍將更加依賴投資能力及產品設計能力。

重點推薦：華泰證券、廣發證券、招商證券。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

家用電器：冰洗行業4月資料點評：冰箱內銷下滑,滾筒洗衣機增速高達27%

- 1) 事件：產業線上發佈4月份冰洗資料，冰箱內銷同比下降8.5%，洗衣機內銷同比增長6%，其中滾筒洗衣機同比增長27%。
- 2) 洗衣機內銷表現出色，滾筒高速增長，出口略有收緊。
- 3) 冰箱內銷不容樂觀，龍頭份額提升明顯，出口保持快速增長。
- 4) 投資建議。洗衣機內銷受益於滾筒快速增長，預計將帶動全年內銷量增長5%左右，結構優化及出廠價上調帶動龍頭企業產品均價提升10%以上。外銷受益於龍頭企業品牌競爭力加強，新領域不斷拓展，未來發展空間廣闊。我們認為，行業穩增、集中度和價格提升因素保證洗衣機板塊龍頭企業收入、利潤的較高增長。推薦小天鵝A、美的集團。冰箱領域暫時難改行業頹勢，可關注受益於變頻技術的美菱電器。

風險提示：下游需求不達預期。

有色金屬：高管增持彰顯對公司中長期發展的信心

4月份之後板塊低迷，整體跌幅15%。兩個月的下跌之後，企業高管或股東紛紛開始增持，細數了一下，有15%的個股高管或股東都進行增持行為。根據增持量比例以及當前公司的估值基本面情況，我們梳理以下兩類個股：

- 1) 定增價倒掛及低估值：明泰鋁業、中金嶺南、興業礦業。
- 2) 集團或董事長增持：橫店東磁、銀泰資源、中孚實業、銅陵有色、格林美。

除此之外，加工類的低估值個股進一步凸顯投資價值：亞太科技、海亮股份、常鋁股份。

風險提示：A股回檔風險導致估值下降。

紡織與服裝：探尋2Q加速增長標的

二季度整體零售狀況轉好，部分公司在4Q16終端零售企穩後，延續增長勢頭，同時2Q16陰雨天氣影響客流，造成上年業績低基數，我們預計2Q17部分公司有望實現確定性的增長，同時我們篩選出了一批二季度業績增速或高於一季度的公司。

我們整理了已公告業績預告的公司，基於公司的基本面以及我們的判斷，篩選了2Q17淨利潤或將加速增長的標的：1) 海瀾之家，由於16年二季度基數較低，同時2Q17零售改善，二季度淨利潤有望實現高個位數增長（1Q17淨利潤增速5%）；2) 九牧王，上年基數較低，17年以來直營維持增長，加盟提貨意願提升，2Q17淨利潤有望實現40%左右的增長（1Q17淨利潤增速24%）；3) 七匹狼，上年基數較低，公司加強對零售端管控，零售狀況改善，2Q17淨利潤有望實現20%左右的增長（1Q17淨利潤增速10%）；4) 朗姿股份，上年基數較低疊加今年零售轉好，加上醫美業務並表2Q17淨利潤有望實現80%左右的增長（1Q17淨利潤30%）；5) 健盛集團，公司訂單飽滿，二季度開工狀況良好，2Q17淨利潤有望實現40%左右的增長（1Q17淨利潤下滑31%）；6) 搜於特，供應鏈業務發力，2Q17淨利潤有望實現90%左右的增長（1Q17淨利潤增速86%）；7) 跨境通，精細化經營效果逐步顯現，2Q17淨利潤有望實現超100%左右的增長（1Q17淨利潤增速82%）；

同時，部分公司在維持1Q17高增長的情況下，2Q17將延續穩定高增長：1) 歌力思，上年基數較低，2Q17零售保持高增速，且EdHardy的並表效應將增厚業績，我們預計2Q17淨利潤有望實現120%左右的增長（1Q17淨利潤增速153%）；2) 嘉欣絲綢，出口訂單維持增長，公司降費增效提升淨利率，2Q17淨利潤有望實現30%左右的增長（1Q17淨利潤增速33%）；3) 美盛文化，主業保持高增長，2Q17淨利潤有望實現100%左右的增長（1Q17淨利潤增速126%）。

風險提示：終端需求下滑、補貼政策改變、產能擴張不及預期、棉價波動等。

房地產：棚改力度持續，強化三四線城市去庫存邏輯

繼續保障棚戶區改造力度。總理李克強5月24日召開國務院常務會議指出，確保完成17年再開工600萬套棚改任務。同時未來三年再改造各類棚戶區1500萬套，加大中央財政支持。135期間計畫將達到2700萬套（此前僅計畫16、17年各700萬套）。

因城施策戰略下，有利於三四線去庫存和經濟穩定（新開工、投資預計都將保持良好增長）。保持1、2線四限政策和3、4線貨幣化補貼去庫存將成為常態。考慮3、4線城市在投資、新開工中占比超50%，相關執政思路將對沖調控衝擊，平穩經濟波動。

因城施策戰略下，我們認為行業46分化、個股28分化。調控和非調控城市的巨大差異預計將使得行業集中度大幅提升，強者恒強！推薦招商蛇口、華僑城A、華夏幸福、新城控股、藍光發展，濱江集團、金融街。

風險提示：減持風險。

資訊服務：再談big name公司（估值、現金、研發）

人工智慧帶來深刻變革，智慧終端機興起，安防是第一落地。

據21世紀經濟報導，近期召開的2017貴陽數博會上，工信部資訊化和軟體服務司副司長李冠宇表示，工信部將會同相關部門共同策劃部署人工智慧重大國家戰略，組織編制人工智慧發展的白皮書和產業生態地圖，引導社會圍繞重點領域加大投入。對於人工智慧，我們從AI帶來的最深層次的IT產業變革來尋找投資機會，終端智慧化正成為未來趨勢。

相比傳統終端更多是資料獲取和傳輸，智慧終端機對於特徵資料的抓取和資料預處理能力大大提高。隨著智慧晶片和演算法的升級，其自身具備更多提取特徵值和壓縮的功能，為資料查找和傳輸降低門檻。現在各行各業都看到了未來人工智慧化的趨勢，尤其是安防、無人駕駛、可穿戴設備、智慧家居、智慧型機器人等，其中又以安防走在前列。

科技股龍頭國內外估值差異明顯：A股龍頭折價、美股港股龍頭溢價

我們將海內外計算行業的整體估值與估值中位數比較，來衡量不同市場龍頭的估值情況。比較發現，美股電腦行業整體PE為31.4倍，高於行業PE中位數27.4倍，市值前十名公司為34.9倍，相對溢價27.3%；港股電腦行業平均PE為31.1倍，高於行業中位數20.2倍，市值前10家公司PE平均值為28.7倍，相對溢價42.1%；A股電腦行業整體PE為49.0倍，估值中位數42.7倍，市值前十名公司整體PE為35.1倍，相對折價17.8%。美股、港股龍頭均存在溢價，而A股電腦行業市值龍頭折價現象較為突出。

推薦big name公司和優質中型成長

從電腦行業來看，受增發和募集資金的限制，A股電腦公司的並購交易數量明顯下降，市場也逐漸趨於理性，投資風格向長期價值投資靠攏，更關注具有良好的內生增長，體現出企業自身的技術積累和經營能力的公司。A股電腦估值體系正在向美股貼近，白馬龍頭從折價走向溢價的趨勢越發明顯。Big name公司有更充足的現金和更多的研發支出。

看好智慧安防產業，股價上漲的本質是盈利預期的變化。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；以及優質中型成長：新大陸、廣聯達、啟明星辰、創意資訊、華宇軟體等。

風險提示：人工智慧產業應用不及預期，短期市場波動風險。

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。