

2017年6月2日

銷售部 - 投資策略

## 行業點評

### 金融工程：分析師主要要素變動共振事件

分析師報告三要素。賣方分析師報告通常包含3個主要綜合指標：股票評級、目標價格和盈利預測。根據朝陽永續的資料進行統計，結果顯示，上述3個要素變動事件均存在不俗表現。其中，評級上調事件出現次數最少，但收益最優；業績預測上調事件出現次數最多，收益水準略低於評級上調事件，但差異很小；目標價上調事件表現則略遜於前兩者。

三要素變動存在共振效果。對於評級上調事件，同期業績預測上調、目標收益（目標價/當前股價-1）為正的公司，其後期收益更為可觀，三要素之間存在共振效果。以往研究更多的是對單個評級上調事件進行分析，而本文則著重探討三要素共振事件（即三個要素同時向上）的投資價值。

共振事件樣本統計。從月度分佈來看，共振事件在3、4、8、10四個月份發生次數較多；而在9、11、12月份相對較少；整體而言，每個月都有一定的樣本量。從市值分佈來看，與其他事件不同，共振事件股票市值偏大。

共振事件影響因素分析。在事件收益影響因素一節，我們主要考察了事件本身相關、分析師相關以及目標公司相關三類要素。分組法和回歸法結果顯示，分析師相關要素對事件的影響微乎其微；而事件本身相關要素和目標公司相關要素對共振事件收益存在顯著影響。總體而言，建議投資者關注前期報告覆蓋度少、上調至買入評級以及基本面向好的公司。

構建共振事件投資策略。所有滿足事件條件的股票買入後持有1個月，策略2010年以來取得年化收益32.72%，相對於滬深300指數和中證500指數的超額收益分別為32.98%、28.86%。

風險提示。市場系統性風險，模型誤設風險。

### 紙產品與林產品：競爭聚焦品牌管道，護理用品打造新增長極

供給端產能持續擴張，未來增速放緩。2016年生活用紙全行業產能為1125萬噸，實際產量為855萬噸，消費量為787.6萬噸，產能利用率從2009年的86%下降至76%。目前大企業根據需求合理投放產能，簽定和投產的項目以已有的生活用紙企業擴產或新建基地為主，新宣佈進入生活用紙行業的企業較少，並且實際產能並未完全按照計畫，投產遠低於計畫產能，疊加環保趨嚴限制中小產能釋放，預計供給端未來增速會逐步放緩，市場供給過剩狀態逐步好轉。

需求端穩定增長，結構優化升級。我國生活用紙消費量年均增長率保持在6.6%以上，是全球各主要區域中增長最快的市場。16年國內生活用紙市場規模達988億元向千億進發。而人均用紙量仍低於全球平均水準，二胎放開、消費升級都是未來行業持續增長的內在動力。隨著經濟發展生活水準提升，生活用紙的消費結構呈

現卷紙占比下降面巾紙占比上升的變化，同時人們更加注重潔淨健康帶動了如廚房用紙、濕廁紙等新品類的份額提升。預計未來行業增長率將保持在6%-8%，供需矛盾將持續改善。

行業集中度持續提升，公司競爭聚焦品牌與管道。在生活用紙高端市場的競爭當中，品牌與管道是最關鍵的兩個因素。行業收入增速的驅動力主要來自於管道的擴張以及品牌的競爭力帶來的份額提升。品牌上，心相印、清風、維達和潔柔是國內生活用紙銷售額最高的4個品牌，市占率接近70%，行業一線領先企業基本已經完成商業佈局，小企業難以進入市場構成威脅。管道端，傳統管道依然是企業最穩定的盈利來源，三四線城市的消費需求增長使得傳統管道仍具發展空間。KA管道儘管盈利能力較差，但因走量很大容易影響終端消費者的選擇，形成品牌意識從而促進傳統管道進貨，並帶動企業利潤上升。電商管道由於消費習慣轉移線上的變化，侵蝕傳統管道與KA管道的份額，並且有望幫助一些管道較弱的差異化產品實現彎道超車。

護理用品協同發展，打造利潤新增長極。第一梯隊的生活用紙企業除了在生活用紙積極擴張，恆安與維達在一次性護理用品領域也不斷開拓市場。國內衛生巾市場中，安爾樂、蘇菲、ABC、護舒寶等品牌也在市場佔有較高份額，市場滲透率高，行業增量市場空間已不大，目前都是存量市場的份額爭奪。紙尿褲市場受益於二胎政策、人民生活水準的提高和消費升級的需求市場空間廣闊。寶潔集團下品牌幫寶適市場占比達到30.85%市占率第一，金佰利旗下的好奇、恆安集團旗下的安爾樂、以及尤妮佳旗下的媽咪寶貝和Moony緊隨其後。行業競爭愈發激烈，中低檔產品打起了價格戰，跨境電商崛起與外國紙尿褲品牌也不斷衝擊中國消費市場，預計擁有優秀產品與管道的大型企業將會進一步提高市占率。

建議關注中順潔柔與維達國際。中順潔柔在15年進行了行銷管道改革，效果顯著。產品品質優秀，管道端改革使得產品快速推廣，公司現階段維持高速增長。維達國際在生活用紙主業方面收入端與行業龍頭恆安集團不相上下，在一次性護理用品領域收購愛生雅亞洲業務，16年扭虧為盈預計未來發展迅速，預計護理用品業務將成為公司利潤的新增長級，值得關注。

風險提示：（1）原材料價格上漲風險；（2）行業激烈競爭風險；（3）新業務產品發展不及預期風險。

## 通訊服務：迎接新技術週期+“中國力量”崛起！

5G進度不斷超出市場預期，中、美、歐運營商姿態日趨積極，通信行業新一輪技術週期漸近。國內，中國聯通引領5G商用進程，並制定三階段規劃（2017-18年，4-6個城市5G系統樣機和技術驗證；2018-19年，4-6個城市規模試商用及組網方案驗證；2019-2020年，全國各重點城市完成5G規模部署商用）。海外，美國最先於2016年7月頒發5G頻譜，AT&T、Verizon在全球率先進行5G網路測試、規劃2018年規模商用。歐洲於2016年9月14日公佈5G行動計畫。

光通信（光器件/模組、設備、光纖光纜）處於長景氣週期。光器件/模組，預計2017-2020年將先後受益雲計算資料中心對100G高速光模組和5G基站前傳對25G/100G高速光模組的放量爆發需求。寬頻升級，固網端全面向50M/100M升級、未來邁向1G頻寬，移動寬頻從4G->4G+>5G，光網路設備投入預期將保持持續增長。2019年5G建設啟動，預計光纖需求增速有望回升。

物聯網，預期2017年底-2018年在智慧城市基礎設施、公用事業領域應用將率先爆發。以NB-IoT、eMTC覆蓋為主及部分局域場景Lora作補充，物聯網發展的網路條件已趨成熟；三大運營商針對物聯網模組及終端補貼政策也持續推出，中國移動2016年物聯網補貼即達6億。

政企資訊化網路設備及專網領域龍頭成長前景看好。企業級WLAN覆蓋、教育/政府/醫療等領域雲計算的推廣、工控領域的自主替代和工業互聯網的演進滲透、公共安全市場為代表的專網領域等，預計將帶來剩者為王的投資機遇。

通信設備領域的“中國力量”崛起。在未能進入美國市場的背景，華為、中興、烽火三者佔據超過50%以上的全球光網路設備市場份額；國內光纖光纜市場占全球近半，預期2019年可基本實現國內光棒自給，並結合“一帶一路”的政策推動、積極走出去；公共安全、能源等專網領域，以海能達、大唐特通、華為鼎橋為代表的國內企業牢牢佔據國內市場，同時積極擴展海外市場；企業級網路設備領域，在國內加速國產化替代同時，其綜合技術能力和成本優勢，未來結合海外分銷管道的建立和完善，或將發力海外政企市場。

國企改革及其他。地方類通信國資背景企業，如何通過機制改善進一步煥發企業活力、提升業績，值得積極關注。

投資建議：我們給予通信行業“增持”投資評級。重點推薦中興通訊（低估值、受益全球電信設備商5變4的競爭格局優化及5G時代有望實現歐洲市場的規模突破）、中際裝備（受益北美IDC高速光模組市場爆發及5G基站前傳海量需求）、星網銳捷（低估值、未來三年內生業績增長被低估）、海能達（長期成長前景確定性高）、宜通世紀（國內物聯網平臺型企業龍頭，三大運營商物聯網合作三者居其二、移動合作落地在即）、光迅科技（估值及預期處低位、行業前景看好）、中天科技（17年光棒實際產量增幅國內最大，17-19年預期維持40%以上複合增長、15xPE低估值）、亨通光電、烽火通信（持續成長確定性高、低估值，接近定增底價）等。

風險提示。運營商投資低於預期；中小創系統性調整風險。

### **傳媒：梳理新政下減持利空因素緩解的低位龍頭股**

我們認為可關注因減持因素壓制股價，近期由於新政短期解禁、減持利空因素消失，具有估值優勢的低位龍頭股（市場風格偏好流動性好、能代表行業的公司）：分眾傳媒（行業強壁壘）；游族網路（遊戲業績高確定性）；視覺中國（高成長性稀缺龍頭）；捷成股份（低估值技術型內容公司）。

風險提示：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。

### **軟體：科技藍籌的時代**

今年以來，推薦白馬龍頭是我們重要策略，那些估值底清晰、符合產業方向、內生增長穩健的中大白馬是配置重點，科技藍籌也是今年全球機構投資者的重倉。我們在每月月度組合中精選各細分領域低估值白馬龍頭，3月、4月和5月組合分別跑贏電腦指數5.4%、0.8%和7.9%。

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。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、啟明星辰等。

網路安全法正式實施，新需求、新業態、新環境，安全企業大有可為。《網路安全法》正式實施，其中關鍵資訊基礎設施保護、資料安全以及個人資訊保護將成為重中之重。除了政策驅動，安全產業生態也在悄然改變。IT架構革新和攻防節奏加快，圍繞威脅情報的全新防護體系和攻防能力成為重點；此外IT架構雲化也使得新交付模式逐漸被需求和接受。我們看好那些有深厚積累和品牌優勢，並且在新產品新技術以及新業務模式大力投入，積極擁抱行業變革的龍頭企業。

人工智慧帶來深刻變革，智慧終端機興起，安防是第一落地。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，其中又以安防走在前列。

海通電腦2017年6月投資組合：海康威視、大華股份、新大陸、航太資訊、啟明星辰

風險提示。部分細分領域資訊化需求低於預期，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。