

策略

開啟多頭思維

核心結論：①4月來市場跌源于金融監管引起的資金緊張，6月有望成為政策和資金的轉折期，中國國債利率與CPI、美國國債利差均處於高位。②震盪市年份一般兩波機會，6月資金緊張的市場反復期是佈局時機，之後中報數據確認盈利保持較高增長、改革推進，市場環境有望改善。③開啟多頭思維，業績為王的中期風格不變，短期兼顧市場面因素，持有消費白馬和金融，重視國改主題、超跌的真成長。

震盪市做滑頭，又進入備戰期。（1）震盪市有漲有跌，要做滑頭。上證綜指2638點以來市場實際上是非牛非熊的震盪市。震盪市本質上源於資金面和盈利面整體勢均力敵，市場階段性的漲、階段性的跌源於兩個變數的力量對比階段性失衡，正面變數略占優時漲，負面變數略占優時跌。此外震盪市的特徵是結構分化，上證綜指2638點來分化行情加劇，主要體現在兩個方面，一方面是市場指數表現的分化，另一方面，個股表現之間“二八”分化特徵顯著。（2）風雨洗禮後逐步進入備戰期，等待雨後彩虹。減持新規和IPO規模減小，有利於改善股市資金微觀供求關係。我們推斷，6月可能是金融監管和資金緊張的否極泰來的轉折期。此外，2季度盈利資料7-8月公佈，預計中報淨利潤同比18%、全年14%，盈利保持高增長有望確認。下半年將迎來十九大，國企改革尤其是混改有望有突破，市場風險偏好有望提升。

震盪市重業績，也看誰阻力小。（1）震盪市結構分化，中期業績為王。今年以來的行情二八、甚至一九現象很突出，即所謂的抱團，消費龍頭和白馬成長表現優異。牛市中市場偏好高估值、高成長，而震盪市中市場更偏好估值合理，業績穩定增長個股。16年1月底以來，市場抱團消費龍頭與白馬成長，核心源於相關個股業績持續較好，且盈利與估值匹配度高。（2）投資者結構和市場交易看誰阻力小，目前重視國改。16年1月底至今整體上存量資金穩定，結構上散戶資金占比在下降，而機構投資者占比在上升，而機構投資者中絕對收益資金占比上升尤為顯著，所以16年1月底以來市場的邊際增量資金主要是絕對收益資金，而它們投資風格更偏價值。此外，目前重視國企改革，一方面，進入政策再次加力推進期。另一方面，今年年初以來國企改革指數已下跌12%，跌幅高於上證綜指、中小板指、創業板指的0、1%、11%，國企改革指數成交額占比只有0.4%，處於歷史低位。

開啟多頭思維。目前十年期國債收益率為3.67%，處於歷史中等偏高水準，6月是非常典型的階段性緊張，之後利率有所回落。2季度盈利資料7-8月公佈，預計中報淨利潤同比18%、全年14%，盈利保持高增長有望確認。此外，隨著十九大臨近，國企改革尤其是混改有望有突破，市場風險偏好有望提升。4月來市場遭遇風雨，隨著資金和盈利對比力量將逐步改變，市場有望雨後彩虹。6月資金緊張期市場仍會有一些波折和反復，著眼未來一個季度，這是備戰期，開啟多頭思維。持有消費白馬和金融，重視國改主題、超跌的真成長。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

行業點評

交通運輸：機場國際經驗：體驗為先、非航為重、國際化佈局

2017 年開始的機場免稅集中招標，是對樞紐機場非航價值的再認識，也是對機場盈利能力的修正。修正之後，樞紐機場航空性業務與非航業務齊頭並進，使得當前進行國際對比有了實質性意義。

美國機場運營模式：典型的管理型運營，定位為“不以盈利為目的、為社會提供公益服務的公共產品，是城市基礎設施”，機場管理機構多為管理型，機場的建設和經營由政府承擔或給予補貼。航空性收入和非航收入均被政府管制。與美國類似，加拿大、巴西、日本、韓國等國家也將機場視作非盈利性公共設施或產品。

歐洲機場運營模式：以英國機場集團（BAA）為代表的歐洲機場將機場定性為經營性資產，把 BAA 定位成機場管理專業公司，通過多樣化的管理模式和有效的經營方式，創造最大利潤。歐洲機場的航空性收費也是管制的，非航空性收費是放開的。目前，中國機場普遍採取的是歐洲的經營管理模式，即航空性收費管制，非航空性收費放開。從半公益性的企業向注重效益的企業轉變。因此，我們選擇歐洲大型樞紐機場——法蘭克福機場和巴黎機場作為對標標的。

歐洲樞紐機場特點：（1）機場管理理念、基礎設施均較為成熟，旅客輸送量增速緩慢。（2）重大資本開支期已過，目前主要資本開支用於機場維修和部分區域優化。（3）由於航空主業增長緩慢，法蘭克福機場和巴黎機場集團主要靠參/控股新興機場獲取利潤增量，二者分別參控股了 14 家、23 家機場。

歐洲機場收費模式：（1）法蘭克福機場航空性收費（起降費、雜訊&排放費、停車場費、旅客服務費和安檢費）受德國航空交通法（LuftVG）管制，非航空性業務貢獻主要利潤，其中零售區域的租金按照銷售額*提成比例確定。（2）巴黎機場航空性收費（旅客服務費、起降費、停車場費、安檢費、除冰費等）受經濟管理協議（ERA）管制，每 5 年簽一次協定，每年根據通脹率、機場服務水準、旅客量、重大資本開支等確定收費上限率。非監管業務潛力巨大，其中擁有免稅區面積 2.4 萬平方米，共擁有 156 家免稅門店，為巴黎機場貢獻主要利潤。

對中國機場的啟示及投資建議：中國機場未來需重視非航發展、提升服務品質、抓緊建設機場群，以完善機場佈局，擴大覆蓋面積，提升國際競爭力。當前我們認為可以用來對比的國際樞紐機場為法蘭克福機場和巴黎機場，二者 17、18 年平均 PE 為 27、24 倍，遠高於當前 A 股樞紐機場平均估值。因此，我們看好機場股中長期估值修復。推薦上海機場、白雲機場。

風險提示：白雲機場、上海機場招商、招標結果不及預期。

有色金屬：“太明亮”：錯殺優質標的

行情疲弱，迫於不同壓力：股權質押問題，定增發行或定增解禁問題，不少上市公司採取增持手段。本期週報我們嘗試從歷史估值角度挖掘在恐慌情緒中錯殺的優質標的。

從歷史盈利的基本面看，加工股是很好的長期投資板塊。原因有二：龍頭企業不斷強化市場份額，盈利穩健且有較高增速。我們挑選前三標的：海亮股份（銅加工）、亞太科技（鋁加工）、明泰鋁業（鋁加工），取

名“太明亮”組合，也希望在恐慌的投資情緒下給一些正能量。三者歷史 PE(TTM)值的最低水平均在 20 倍，而當下估值水平均接近該最低水準。此外，過去 5 年，三者每年利潤均是正增長，且平均盈利增幅都在 25% 以上；從 2017 年 1 季度盈利情況看，三者業績同比增速都超過 35%，延續穩健經營作風。

此外，不少優質礦業白馬股也是不錯的底部品種：中金嶺南、興業礦業、紫金礦業、銅陵有色。

風險提示：中國A股回檔風險導致估值下降。

建築材料：水泥協同力度仍強，推薦消費品建材及玻纖龍頭

水泥基本面超預期難敵政策面壓制。4月以來，儘管動力煤價大幅走低，但水泥價格仍然維持強勢，表現明顯強於大宗商品走勢，行業盈利繼續環比改善，主要原因是供給側改革政策背景下行業協同力度大幅提升，雖未去產能但產量持續受到壓制，行業在低產能利用率基礎上實現了盈利的高位均衡，基本面呈現超預期表現。但我們認為超預期的基本面不足以推動水泥板塊新一輪行情：目前貨幣政策環境偏緊、地產銷售不斷走低加劇地產投資回落的隱憂，同時近期新一輪地方債務整肅亦是基建需求的潛在利空，水泥板塊自上而下邏輯不順，估值受壓制，趨勢性行情難現。

看好裝飾建材龍頭。國內裝飾建材行業散亂無序，兔寶寶、偉星新材、東方雨虹、三棵樹分別作為裝飾板材、家裝管道、防水材料、建築塗料行業一線品牌，市占率僅3-6%，呈現明顯“大行業小龍頭”格局，在消費升級及下游地產集中度提升帶動下，市場份額將加速向龍頭集聚，我們堅定看好上述消費品建材龍頭穿越週期的持續成長能力，重點推薦東方雨虹、偉星新材、兔寶寶、三棵樹。

重點推薦玻纖行業優質龍頭中國巨石。公司作為國內玻纖絕對龍頭，受益於良好的公司治理結構及優秀的管理層，具有領先全球同行的成本控制、享有一定幅度的品牌溢價，且技術工藝上與海外巨頭亦不斷縮小差距，我們認為隨海外產能佈局穩步推進有望成長為全球玻纖絕對龍頭。目前預期差：1，海外經濟復蘇有望帶來出口需求超預期；2，公司近年來高端產品占比已大幅提升，預計業績週期性將低於市場既有判斷。

風險提示：投資超預期下滑，房地產持續低迷。

電氣設備：美國將退出《巴黎協定》，國內統一碳市場有序推進

6月1日，特朗普在白宮宣佈美國將退出《巴黎協定》。《巴黎協定》是由194個國家簽署，經147個國家批准的歷史性協定，已於16年11月正式生效。

歐盟、中國、印度已表態，即便美國退出巴黎協定，也將選擇繼續堅持遵守。李克強總理6月1日在與默克爾共同會見記者時亦明確表示：中國將繼續履行巴黎協定承諾。

我國統一碳市場預計將在今年4季度開啟。發改委已在四川、江蘇兩省召開碳配額分配試算培訓會，發佈了《全國碳交易市場配額分配方案（討論稿）》，根據目前各項工作進展情況，預計統一碳市場將在今年四季度開啟。

根據規劃，我國碳市場將覆蓋石化、化工、建材、鋼鐵、有色、造紙、電力、民航等8大類32個子行業。根據《討論稿》，第一階段將納入電力、電解鋁、水泥等基礎資料較好的行業；採用“基準線法+預分配”，

將依據企業當年實際產出情況進行多退少補，有效避免歐盟按照歷史年度的產出情況計算導致的配額過剩，這一分配方式對於未來統一市場碳價具備實質性利好。

建議關注：1) 碳資產管理業務方面具備較好佈局的置信電氣；2) 風電、光伏運營等可以申報獲得CCER的企業。

風險提示：統一碳市場啟動進度不及預期，碳價低於預期的風險。

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。