

2017年6月19日

銷售部 - 投資策略

宏觀

流動性短期改善，緊縮壓力暫延後

美國6月如期加息。上周美聯儲再次宣佈加息，將聯邦基金利率區間上調至1-1.25%。今年以來的美國經濟資料不佳，市場預期美聯儲或下調經濟以及長期利率預期。但美聯儲表示當前經濟只是短期下滑，對未來美國經濟仍充滿信心，並上調了經濟增速預測，給予今年、明年以及後年各三次加息預測不變。同時還公佈了未來的縮表計畫，初期將減少每月債券購買100億美元，直至每月縮減500億美元。美聯儲的加息聲明偏鷹派，而美元指數也止跌反彈，美國10年期國債利率也停止下降。

央行維持利率不變。在今年3月份美國加息之後，中國央行隨即跟隨上調了公開市場操作利率。而上周央行維持公開市場操作利率不變，未再跟隨美聯儲加息。3月份時人民幣貶值預期強烈，為了穩定人民幣匯率，國內利率存在上調壓力。而4月以來美元大幅走弱，人民幣由貶轉升，也使得國內利率得以和美國短期脫鉤。流動性短期改善。上周流動性短期改善，一方面的得益於公開市場傳遞的利率穩定預期，另一方面得益於央行近期持續的貨幣投放，截止上週五央行累計淨投放貨幣已超4000億。而得益於央行貨幣市場維穩，上周同業存單淨發行飆升至5190億，創下年內新高，這意味著商業銀行流動性也有明顯改善。

緊縮壓力暫延後。但是從央行6月份的操作來看，流動性並非趨勢性改善，因為在其投放的4000多億貨幣中，中長期工具MLF淨投放僅667億，其他均是28天以內逆回購等短期工具，後者將在7月份到期，這意味著7月份流動性收緊壓力或捲土重來。

央行今年未擴表。央行5月資產負債表顯示，其5月末總資產為34.25萬億，比4月略增加1200億，但比16年末的34.37萬億仍降低1200億，這意味著今年以來央行都未再擴表，而去年同期央行總資產比15年末增加1.2萬億，相比之下今年央行貨幣投放整體非常保守克制。

資金偏緊格局未變。央行公佈5月末銀行準備金總額為23.7萬億，與4月基本持平，比3月下降2000億，這意味著5月末超儲率比3月末的1.3%又有下降，我們估計已降至1.1%，這意味著即便考慮6月份央行投放4000億貨幣後，超儲率有所改善，但大概率還在1.5%以下的低位。

金融去杠杆未結束。6月份由於恰逢MPA年中考核，而且疊加美國加息衝擊，為了防止流動性衝擊過度，央行提前投放大量貨幣，這也使得6月份流動性沒那麼緊。但我們也看到，央行貨幣稍有放鬆，銀行同業存單隨即井噴至歷史新高，金融加杠杆又再度捲土重來，這反過來也意味著金融去杠杆未結束，在6月季末衝擊結束以後，7月的流動性或許也沒那麼松。

風險提示：政策風險。

策略

市場已在好轉

核心結論：①金融監管政策在微妙變化，市場情緒正在回暖，中報將確認盈利保持較高增長、改革推進。②A股若納入MSCI增量資金約607億元，不入影響也不大，北上資金流入穩定，博弈成分不大，資金集中於一線龍頭源於中長期配置。③保持多頭思維，一九向三七擴散，持有一線藍籌價值，看好二線價值成長和國改主題。

政策在微變，情緒在改善。（1）開啟多頭思維。中期格局是非牛非熊的震盪市，本質上源於資金面和盈利面整體勢均力敵。6月可能是金融監管和資金緊張的否極泰來的轉折期。從基本面看，投資增速已築底，消費升級支撐整體需求平穩，中報確認盈利保持較高增長，國企改革近期加速跡象明顯，市場環境有望改善。

（2）從過去兩周看，看多邏輯正在逐漸兌現。就金融監管而言，在證監會最近政策已彰顯監管有度的政策底後，銀監會政策導向也出現了微妙變化；資金面央行近期加大貨幣投放，上周央行逆回購6200億元，6月以來公開市場淨投放4000億元；國企改革加速推進。市場情緒也在逐步回暖，全部A股成交量、換手率、上漲家數占比均較5月底有所回升。

MSCI入則錦上添花，不入影響也不大。（1）本週三（6月21日）MSCI將公佈A股能否被納入新興市場指數年度審議結果，新方案基於深港通及滬港通的背景，通過縮小標的範圍，降低權重配置，繞道解決了之前QFII相關問題。目前跟蹤MSCI新興市場指數、全球指數的資產規模為1.7萬億、2.8萬億美元，如果全額納入A股，A股的權重分別為8.7%、1.1%，則新增資金為1787億美元。按照期初5%的比例折算，總規模為90億美元，即約有607億人民幣初始金額流入A股市場，占目前A股總市值比重0.13%。（2）北上資金流入穩定，博弈成分不大，資金集中於一線龍頭源於中長期配置。5月至今北上資金平均周淨流入額10.68億元，與1-4月平均周淨流入9.85億元相比，未出現短期博弈式湧入。今年以來陸港通北上資金累計淨流入852億元。龍頭公司可以跟國際上相關公司對標，更易估值、定價，屬於中長期配置。

開啟多頭思維。市場中期格局是非牛非熊的震盪市，資金面和盈利面整體勢均力敵。從過於兩周看監管態勢相對趨緩，市場情緒逐步回暖，熱點擴散，未來一段時間市場可能進入雨後彩虹階段。震盪市業績為王，市場環境與投資者結構變化決定了市場風格偏向價值。隨著市場環境轉暖，市場結構有望從“一九”回到“三七”，從一線藍籌價值向二線價值成長擴散，策略聯合行業構建價值成長組合。此外國企改革進入政策再次加速推進期，國資委、發改委近期國改動作頻繁，神華、國電等央企停牌預示改革加速落地。上半年市場對國改預期較低，下半年迎來十九大，國改尤其混改有望實現突破。

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

農業：產能去化疊加消費升級，海參行業煥新春

海參養殖基本情況。海參是我國一種重要的傳統海產品，自古便有“海八珍”之首的美譽。我國海參種類主要有北方的刺參以及南方的梅花參、茄參等。其中，刺參營養價值較高，具有較高的市場佔有率。目前，我國海參產業已經基本形成山東、遼寧和福建三足鼎立的競爭格局。

歷史發展階段與供需分析。從20世紀90年代至今的20多年發展進程中，我國海參產業大體上經歷了兩大發展階段，分別為高速增長期和結構調整期。20世紀90年代中期到2012年為高速增長期，我國海參行業在這一時期保持高速增長的主要原因，是可支配收入帶動下的高消費需求大大超過了產能約束下的低產量供給；2012年至今為結構調整期，海參行業陷入衰退的主要原因，是政策外生衝擊導致消費需求大幅萎縮，多因素刺激下的產能大幅擴張無法實現短期調整，從而導致供需結構嚴重失衡。

2016年下半年海參價格大幅上漲之謎。從2016年7月份到年末，海參價格從80元/公斤上漲至130元/公斤左右，漲幅高達62.5%。2016年下半年海參價格出現大幅上漲，是長短期因素共同作用的結果。從短期來看，16年夏季高溫 and 暴雨天氣導致海參減產疊加四季度季節性需求高峰，供不應求推高海參價格；從長期來看，產能調整下散戶退出，消費升級背景下產品定位轉變，行業景氣度長期向好的確定性上升。

對2017-2018年海參價格變動趨勢的預測。秋捕海參價格：海參投苗量首次下降出現在2015年，按照2-3年的養殖週期計算，17、18年海參秋捕產量將連續下滑；此外，16年高溫暴雨天氣導致海參大量死亡，市場斷層需要至少一年修復期。我們認為消費需求將保持平穩增長，預計17-18年秋捕海參價格將繼續大幅上漲。春捕海參價格：2017年4-6月份，春捕海參價格出現較為明顯的上漲，我們認為主要原因是16年海參大苗供應嚴重不足導致投苗量大幅減少，春捕海參產量低於往年同期水準。我們預計17年海參投苗量將恢復至正常水準，疊加上半年是海參消費淡季，18年春捕海參價格將保持平穩。

海參產業轉型升級是大勢所趨。標準化方面，《食品安全國家標準：幹海參》已進入實施階段，將對引領行業健康發展起到重大作用；規模化方面，目前海參行業集中度處於迅速提升期，我們認為海參養殖和加工上市企業將憑藉成本和產品品質優勢，進一步提高市場佔有率，實現規模擴張。建議關注：好當家、獐子島。

風險提示。海參價格大幅下跌。

農業：行業週期景氣回落，精選個股謹慎應對

行業週期景氣回落，精選個股謹慎應對。17年豬價進入下行通道，雞價持續疲弱不振，農業整體景氣度回落，1-5月農業股累計跌幅達17.30%，跑輸大盤15個百分點。展望下半年，我們認為豬價大趨勢仍繼續向下，建議精選個股謹慎應對。

飼料：產業變革進入拐點，把握優質龍頭成長機遇。從去年下半年以來，上市龍頭飼料企業的銷量增長普遍提速，高於行業平均水準，我們認為飼料企業的集中度提升開始加速，優質龍頭將獲得更大的發展機會。重點推薦海大集團。公司長期看點有二：1) 生豬養殖承接未來戰略轉型；2) 產業鏈延伸帶來新增長點，股權激勵保障持續發展。

禽養殖：種雞淘汰加速，靜待行業回暖。今年前5月父母代雞苗均價由高點時近80元/套跌至不足9元/套，商品代均價僅1.1元/羽，創下2011年以來最低記錄，目前全產業鏈都陷入虧損狀態。禽養殖持續低迷和去年四季度大量引種以及行業頻繁的換羽行為有關，但由於雞價持續徘徊于成本線下，種雞淘汰進程已經加快，下半年禽鏈景氣反轉是大概率事件，重點關注行業龍頭聖農發展，彈性標的民和股份、益生股份。

動物疫苗：板塊盈利穩健，關注成長性及短期催化。由於招采政策變化，今年一季度普萊柯、中牧股份等企業業績承壓，但由於招採收入相對集中於一季度，下半年經營情況將得到好轉，板塊盈利仍穩健。重點配置業績逐步向上的普萊柯、口蹄疫維持高增的生物股份、管理層激勵預期強烈的中牧股份。

種子：行業整合加快，品種競爭力仍是關鍵。國內種業兼併收購的浪潮方興未艾，市場集中度進一步提升，龍頭種企的競爭優勢將越發明顯。玉米種子方面，行業政策調整壓縮品種推廣的增長空間，今年業績不容樂觀；水稻種子方面，隆平高科、荃銀高科等種企的主力品種處於快速增長階段，市場份額有望持續提升。我們建議關注基本面向好、近期被大北農舉牌的荃銀高科，以及品種銷量爆發性增長、外延發展預期強烈的隆平高科。

生豬養殖：生豬供給復蘇，豬價承壓。經過兩年的行業高景氣之後，生豬存欄開始恢復，豬價已進入下跌通道，預計景氣下行狀態將持續至2018或2019年，關注規模快速擴張的牧原股份，行業龍頭、高股息率個股溫氏股份。

風險提示。農產品價格大幅下滑；自然災害。

軟體：安防產業鏈中報業績展望

從安防產業鏈上半年業績看業績的確定性與估值的合理性。

今年的投資邏輯是追求業績的確定性和估值的合理性。中報後，今年和明年業績確定性高的公司有估值切換的機會。從業績的確定性看，隨著中報的發出，業績更為明確，十三五安防、軌交領域加大基礎設施建設，人工智慧安防產業應用爆發在即，我們預計安防板塊的業績增長確定性最強；從估值看，下半年三季度，如果看18年電腦估值，則估值中樞又下降了一個臺階接近歷史底部。

2017年的安防產業，市場集中度的提升、以及新疆等邊境省份安防產業政策推進、“安防城市”工程建設以及PPP專案落地，使得主要安防供應商安防業務收入呈高增長態勢。根據行業和公司歷史業績，我們預計2017年上半年淨利增速：

海康威視25%+，大華股份在30%+，宇視科技（未上市，國內第三，增速在30%），蘇州科達預計整體利潤在6000-7000萬（同比扭虧為盈），熙菱資訊60%、立昂技術60%，東方網力和佳都科技安防收入增速也在30%-40%以上。

安防是人工智慧在中國落地的最大場景和第一應用。

隨著智慧晶片和演算法的升級，其對於特徵資料的抓取和資料預處理能力大大提高，終端智慧化正成為未來趨勢；同時，傳統人工和錄影摘要分析已經不能適應如今安防管理的需求，需求升級換代催生了基於AI的智慧安防產品。而深度學習、GPU計算、大資料、高密度計算單元、人臉識別演算法以及視頻結構化技術的日趨成熟，也提供了充足的技術可能性。如新一代攝像頭可在較低光線下，不借輔助光源全天候清晰成像，單個攝像頭可輸出全景拼接畫面等；又比如對車輛、人物屬性以及人臉識別等方面已有成熟應用，同時搭載AI的安防產品有能力對海量圖像資料進行結構化處理，捕捉圖像的屬性特徵，或進行後期高精度比對。

海通電腦6月組合：

我們在報告《電腦行業6月研究框架：科技藍籌的時代》中給出了6月組合：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投入不及預期，短期市場波動風險。

石油天然氣：低油價刺激油氣消費，我國天然氣占一次能源比重不斷提升

BP發佈《世界能源統計（2017）》。近日BP發佈《世界能源統計（2017）》，俄羅斯油氣出口量維持全球第一。2016年俄羅斯石油出口量為863.4萬桶/天，同比增長2.1%，占全球貿易量的13.2%；天然氣出口量為2048億立方米，同比增長6.1%，占全球貿易量的18.9%。

全球油氣儲量增長。2016年全球石油證實儲量為17067億桶，同比增長0.9%，主要是俄羅斯、伊拉克等國家儲量有較大幅度增長；2016年全球天然氣證實儲量186.6萬億立方米，同比增長0.6%，主要是中國、緬甸等國家儲量有較大幅度增長。

油價下跌，油氣產量增速放緩。2016年布倫特原油現貨價為43.65美元/桶，同比下跌16.6%。受油價下跌的影響，油氣公司紛紛削減上游資本開支，使得全球油氣產量增速放緩。2016年全球原油產量為92150千桶/天，同比增長0.49%（2005-2015年均增速1.1%）；天然氣產量為3.55萬億立方米，同比增長0.3%（2005-2015年均增速2.4%）。美國、沙特、俄羅斯依然是三大原油生產國，占全球的比重分別為13.4%、13.4%、12.2%；美國、俄羅斯天然氣產量占全球的比重分別為21.1%、16.3%，排名世界前兩位。

低油價刺激油氣消費。自2014年下半年國際油價下跌以來，全球油氣消費量快速增長。2016年全球原油消費量為96558千桶/天，同比增長1.6%（2015年同比增長2.1%，2011-2016年均增速1.4%）；天然氣消費量為3.54萬億立方米，同比增長1.8%（2015年同比增長2.3%，2011-2016年均增速1.7%）。原油消費增量最大的兩個國家是中國和印度，同比增加396、325千桶/天，同比分別增長3.3%、7.8%；中國是天然氣消費增量最大的國家，2016年消費量為2103億立方米，同比增加156億立方米（+7.7%）。

我國天然氣消費占一次能源比重不斷提升。在2015年天然氣門站價下調以後，2016年我國天然氣消費量顯著增長，隨著天然氣行業市場化進程的推進，國內氣價仍有下調空間，未來我國天然氣消費量仍有望快速增長。2016年我國天然氣消費占一次能源比重為6.2%，同比增加0.4個百分點，根據天然氣“十三五”規劃到2020年該比例將達到8.3%~10%，我國未來天然氣將迎來快速發展期。

重點關注上市公司。天然氣行業發展及市場化改革，為民企提供了更多發展機會，建議關注天然氣行業相關公司，如天然氣全產業鏈佈局的新奧股份、中天能源，天然氣管道市場化改革有望受益的國新能源、陝天然氣、金鴻能源等。

風險提示：天然氣行業發展、市場化改革推進不及預期，油氣價格劇烈波動等。

鋼鐵：鋼鐵需求出現拐點

固定資產投資的高點已過。貨幣供應和房地產調控仍緊，短期難以看到放鬆的跡象。疊加季節性投資高點已經過去，對鋼材的需求或將逐步下降。

淘汰地條鋼的影響在弱化。6月30日大限即將到來，鋼協在4月26日匯總資料顯示，全國已經完成1.2億噸500家鋼企的清理，6月15日發改委新聞發佈會公佈今年已淘汰煉鋼產能4239萬噸，完成全年任務85%，這使得後續淘汰壓力大幅減小。其次有生產證的企業在逐步更換約3000萬噸的正規電弧爐，預計未來釋放壓力逐步加大。二季度盈利環比下降。最近三周庫存下降幅度很小，顯示供需已經較為平衡，雖然螺紋盈利仍在高峰，但加權看行業盈利能力震盪下行，預計三季度業績仍將環比下降。

鋼鐵估值並不便宜。整體加權PE約15倍，長期來看，經濟也不確定。

未來幾個月給予行業“中性”投資評級。

風險提示。行業波動性仍存；政策風險。

建材：推薦裝飾建材龍頭東方雨虹、偉星新材、免寶寶，玻纖龍頭中國巨石

水泥基本面超預期難敵政策面壓制。近期隨淡季來臨，水泥價格出現季節性回落。但相比於4月初以來大幅下跌的動力煤價格，水泥價格仍然維持相對強勢，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，免寶寶、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、免寶寶、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，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，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。

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。