

## 宏觀

### 高基數效應顯現，經濟刺激後遺症

工業生產基數全升。從去年的主要工業產品增速來看，進入3季度以後基數效應面臨著全面上升。比如去年上半年的粗鋼產量增速為-0.8%，下半年為3.6%。去年上半年的汽車產量增速為6%，下半年為22%；10種有色產量增速為-0.5%，下半年為3.2%；挖掘機產量增速不到10%，下半年接近50%。這意味著幾乎所有的工業產品增速在3季度都面臨大幅回落的風險。

融資基數同樣上升。16年的社會融資總量比15年增加了2.4萬億，其中前7個月同比多增6千億，後5個月同比多增1.8萬億。而今年前5個月的社會融資總量同比多增1.5萬億，其中本外幣貸款同比多增1萬億，其餘債券非標融資全面萎縮，後者源于金融去杠杆、金融市場利率大幅上升。而下半年隨著利率上升從金融市場向實體領域的傳導，貸款利率趨升、信貸增長趨降，加上去年同期的基數效應大幅上升，這也就意味著下半年的社融總量也面臨同比顯著下降風險。

經濟下行風險加大。因此，無論是從工業產品同比增速，還是從融資同比新增額的角度，今年下半年的經濟都將面臨巨大的高基數效應，使得3季度以後的經濟增速存在顯著回落的風險。而回顧過去10年的中國經濟，我們發現類似的現象在反復出現。這其實就是經濟刺激政策的後遺症，每一次的政策刺激都會帶來經濟增速的短期反彈，但到了1年以後，刺激帶來的高基數反而變成了無法逾越的高山，如果沒有更大的刺激，經濟增速通常都會出現加速下行。

出清才有新週期。在過去幾年，美國經濟的持續復蘇令人羨慕，其不僅失業率降至5%以下，而且股市也持續創新高。而在今年，歐洲經濟的表現也令人驚豔，不僅股市領漲全球，其經濟資料也恢復到多年高位。而美歐復蘇背後其實沒有什麼秘訣，就是徹底出清，接受經濟的短期衰退，淘汰落後的經濟和金融組織，經濟的長期發展就會更加健康。而如果持續的刺激經濟，無效的經濟和金融組織就會苟延殘喘，反而會阻礙經濟的長期健康。

堅持金融去杠杆，換來長期健康。縱觀今年的各項政策，在市場上引發了巨大的爭議。但在我們看來，無論是IPO發行的常態化、還是金融去杠杆、地產抑泡沫，其實都是對中國經濟和資本市場短期不利、長期有利的政策。真心希望管理層頂住壓力，堅持市場化的大方向，將經濟、金融和資本市場的泡沫出清，用短期陣痛換來長期希望，而這也是我們中期策略報告“破而後立”的含義！

## 策略

### 盈利趨勢決定風格

核心結論：①上證50和中證100已是牛市形態，與港股和美股牛市相呼應，獨立行情始於16年3季度，陸港通總額度限制取消之時。②風格與資金面關係不大，取決於盈利趨勢和投資者結構，中證100與創業板指的淨利潤同比差異，17年正好與13年相反。③一九向三七擴散，持有一線藍籌價值，看好二線價值成長和國改主題。

中證100走強與港股牛市相呼應。①A股成功納入MSCI，國際化進程進一步加速。17年6月21日早明晟公司宣佈，將中國A股納入MSCI新興市場指數和MSCI ACWI全球指數，共計222只大盤A股，兩步實施：第一步，2018年5月半年度指數評審時實施，第二步，8月季度指數評審時實施。MSCI將A股初始納入比例定為5%，A股占MSCI新興市場指數權重為0.73%，預計初步帶來大約170-180億美元資金流入。②中證100和上證50已是牛市形態，與港股、美股相呼應。在4-5月A股下跌時，A股投資者感覺很憋屈，GDP增速遠不如我們的美股、港股走牛市，而A股跌跌不休。其實，我們看中證100和上證50，也已經是牛市形態了，紛紛回到2015年底的位置，即已經爬出了15年6月中後三輪大跌的最後一個坑，已經是反轉走勢。

盈利增速趨勢決定風格。①市場正在從一九向三七擴散。《再次開啟多頭思維-20170604》、《雨後彩虹——2017年中期A股投資策略—20170610》我們看好市場，並提出“業績為王風格不變，從一九向三七擴散，持有消費白馬和金融等一線價值股，看好二線價值成長和國企改革”。17/06/04至今，上證50、中證100、滬深300、中證500漲跌幅分別為2.2%、3.6%、3.9%、4.2%，而17/01/01-06/03期間分別為8.2%、9.9%、5.3%、-7.8%，市場確實從以上證50和中證100為代表的一線價值藍籌股擴散到以滬深300和中證500為代表的二線價值成長股，整體結構更加均衡。②正在決定風格的是：盈利增速趨勢、投資者結構。市場中一直有種觀點——流動性（資金面）影響風格，我們認為，這二者關係不大。中期策略報告我們分析過，是盈利增速趨勢和投資者結構。16年1月底以來，中證100和上證50相對更強，回顧最近一年多來盈利增速趨勢，中證100與創業板指累計淨利同比之差從16年Q1的-83.1%一路升至17年Q1的25.1%。此外，投資者結構影響風格，邊際資金決定邊際價格。

應對策略：多頭思維。①市場已在好轉，多頭思維。過去三周，政策面和資金面已經在發生變化，股市也確實在上漲，近日在金融股帶領下上證綜指衝擊半年線，滬深300已經突破17年4月中和16年12月初高點，創16年1月底這輪上漲以來的新高，上證50和中證100已經回到15年底的高點，呈現了牛市形態。②持有“一”看好“三”，重視國改主題。結構上也維持之前判斷，震盪市業績為王，整體偏價值的風格不會變。4-5月因為金融監管力度大，市場風險偏好回落，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。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。

### 金融工程點評

#### 或有回檔，逢低加倉

上周市場震盪調整，板塊上看，上證50指數上漲3.11%，滬深300指數上漲2.96%，中證500指數下跌0.04%，創業板指下跌0.14%，大盤藍籌王者歸來，小盤股萎靡不振。我們前一周認為市場將震盪上行，在A股成功納入MSCI和銀行排查多家企業授信等事件衝擊下，上周市場雖然波動較大，但整體保持了上行的趨勢。

從趨勢模型上看，Wind 全 A 指數短期均線和長期均線的距離為-2.43%，相對上一周（-3.32%）大幅回升，突破-3%的閾值，市場由下跌市重回震盪市。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-0.14）有所下降，一周均值為-0.51，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水準0.51倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率為0.72，相對前一周（0.68）小幅上升，體現了投資者對上證50ETF謹慎情緒的上升。處置效應為0.35%，市場呈現一定的反轉效應。漲停板封板率全周均值為51%，賺錢效應相比前一周（61%）有所下降。量化指標整體悲觀顯示市場短期或有回檔壓力。

日曆效應上，2005—2016這12年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在六月最後一周上漲的概率為42%、42%、50%和43%，漲幅中位數為-2.21%、-2.32%、-0.61%和-1.35%；各指數在七月份的上漲概率為67%、58%、67%和43%，漲幅中位數為1.09%、0.78%、3.66%和-4.28%。由此可見，六月最後一周市場下跌概率較大，如有回檔可以逢低加倉，在流動性由緊轉松和中報業績驅動下，七月可能迎來轉機。

事件驅動上，MSCI於2017年6月21日凌晨宣佈正式將A股納入全球新興市場指數體系，A股第4次衝擊MSCI終獲成功，短期來看有利於提振市場信心，長期可獲得海外新增資金的流入。按照初始納入比重0.73%計算，預計初步帶來的資金流入約為170~180 億美元；如果中國A 股在未來完全納入，預計資金流入可能達到3400億美元左右。回顧過去三次（2014-06-11、2015-06-10、2016-06-15）MSCI公佈審議結果後市場表現，Wind全A指數在公佈後3個交易日累計漲幅分別為1.28%、3.76%和3.11%，5個交易日累計漲幅分別為1.07%、-2.50%和2.59%。技術分析上，上證綜指日線級別反彈的一筆在臨近中樞下軌的位置受阻大幅回落，出現頂分型，但週五收於5日均線上方，故該頂分型的有效性仍待驗證。30分鐘級別上處於反彈的一筆中，突破了當前中樞，接下來需要觀察反彈的力度，如果回檔不入中樞將形成第三類買點，5分鐘級別上處於底背弛後反彈的一筆中，力度未有明顯衰竭。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

## 行業點評

### 房地產：城市群，新需求生長的力量！

全國因城施策，分化繼續。今年前四月，一線、二線和三線城市房地產銷售額占全國的比例分別為13.0%、20.7%和66.3%。受四限政策影響，今年前四月，一線城市商品房銷售面積同比降27.9%。二線城市商品房銷售面積增速高位回落至今年4月份的-22.1%。三線城市去庫存政策受益，其商品房銷售面積增速升至今年4月份40.2%，但庫存去化週期仍處於相對高位。因城施策將帶來開發商二八分化。今年1-5月，TOP20開發商商品房銷售面積占比升至31.5%。

都市圈（城市群）的概念和不同發展階段。綜合海內外的城市發展理論，我們認為，總體上城市發展經歷了：小村鎮、小城鎮、城市、現代化大城市、大都市、城市群、巨大城市帶。隨著都市圈發展和金融等高端服務業向核心城市集聚，後期都市圈溢出效應會逐步顯現。例如，發展後期，日本東京都周邊和美國紐約周邊城市群的經濟、人口和房產增幅要高於核心城市和全國水準。

我國三大城市群和19大城市群發展階段不同。發展相對成熟的長三角、珠三角，一二線城市周邊的三線城市經濟和人口增速較高，相應地其地產銷售增速也較高。2011年6月，《全國主體功能區規劃》正式公佈。該規

劃將我國國土空間分為：優化開發、重點開發、限制開發和禁止開發區域。2016年3月，《國民經濟和社會發展第十三個五年規劃綱要(草案)》提出19大城市群。其中，國際級城市群4個、國家級城市群6個、區域級城市群9個。

我國三大城市群發展空間和19大城市群住宅需求空間測算。假設未來我國人均GDP和地均GDP達到美日城市群的一半水準，則可以知道未來我國長三角、珠三角和京津冀的平均GDP增長空間分別是1.19萬億美元、1.13萬億美元和1.66萬億美元。我們將未來城市群住宅總需求劃分為遷移人口帶來的首次購房需求、改善性購房需求、拆遷棚改釋放的購房需求。本報告經過測算，得到未來五年我國19大城市群住宅需求合計為58.8億平（折合每年約11.8億平）。

投資建議：1) 低點加杠杆企業；2) 高點融資企業。因城施策帶來的城市“四六分化”、開發商“二八分化”，行業集中度將更快提升。推薦招商蛇口、華僑城A、保利地產、華夏幸福、新城控股、藍光發展、金融街、濱江集團、中國國貿、陽光城。

風險提示：房地產行業與國家政策緊密相關，一旦國內未來採取更加嚴厲的調控措施將直接影響行業未來發展。

## 石油化工：二季度需求旺盛，滌綸長絲庫存明顯下降

2017Q2以來，滌綸長絲庫存持續下降。2017Q1，滌綸長絲市場產銷整體偏弱，行業庫存持續上行。進入二季度後，滌綸長絲庫存呈現明顯下降趨勢。截至2017年6月16日當周，滌綸長絲POY庫存天數為7天，較3月底下降13.8天；滌綸長絲FDY庫存天數為7天，較3月底下降16.5天；滌綸長絲DTY庫存天數22.5天，較3月底下降5天。

需求端：下游織機開工率高，長絲需求旺盛。2017Q2，下游江浙織機開工率明顯回升，維持高位震盪，平均開工率達79.88%，較一季度上漲21.88個百分點，滌綸長絲需求回暖。同時5月下旬開始，上游乙二醇（MEG）價格快速上漲（5.21-6.21期間，MEG價格上漲1059元/噸，漲幅18.4%），進一步激發下游備貨熱情，滌綸長絲需求進一步增長。

供給端：滌綸產量相對穩定。2017年3月以來，國內聚酯工廠負荷率維持在85%左右；滌綸纖維單月產量保持相對穩定，3-5月產量分別為351.14萬噸、351.56萬噸和358.09萬噸。

下游需求旺盛，滌綸長絲價差維持高位。由於原油價格震盪下行，滌綸長絲價格成本支撐不足，2017Q2滌綸長絲均價7737元/噸，較一季度下降11.1%。但在下游需求帶動下，滌綸長絲價差仍維持高位，2017Q2平均價差為1510元/噸。

重點關注上市公司：滌綸長絲二季度庫存下降，下游需求旺盛，產品價差維持高位，行業企業二季度銷量有望增長，建議關注國內長絲企業桐昆股份、恒力股份。

風險提示。下游需求回落、長絲價格大幅波動、原油價格大幅波動等。

## 交通運輸：推薦低估值、有預期差的公司

- 1、航空：國內線運力投放增速持續放緩，北京新機場建成後國航或面臨挑戰。上周國內線客座率同比下降4.9pct，為2016年客座率基數虛高所致。國際線客座率同比下降0.9pct，從長期看降幅收窄。上周，剔除燃油客公里收益國內線同比-3.5%，國際線同比-2.9%。國內線總客票收入實現同比12.2%的較高速增長。國際線總客票收入實現了19.4%的高速增長。整體看來，航空行業營收維持在較好的水準。7月開始，暑期旅遊旺季將正式拉開帷幕，預計國內外出行需求將增加，我們認為航空板塊景氣度將保持較高水準。上周北京新機場內部建築效果圖曝光，將於2019年交付。新機場已被指定為天合聯盟成員中心。中國國航在北京大本營的優勢地位或面臨挑戰。
- 2、機場：上海機場納入MSCI指數，同時其免稅招標在即，免稅收入將帶動機場業績顯著增長，加快其一體化運營。上海機場或受益免稅招標，且目前估值處於低位，推薦。
- 3、上港集團：1) 公司地產項目拿地成本低，預計未來3-5年將貢獻百億業績；2) 集團土地儲備豐富地段核心，預計未來轉變商業地產概率大；3) 外貿復蘇，集裝箱吞吐主業受益明顯；4) 上海國企改革核心標的，將與中遠海運集團強強聯手打造世界集運中轉大港。
- 4、大秦鐵路：三因素刺激，預計公司貨運量或將繼續超預期！1) 伴隨電氣附加費的下調，由企業減負導致的煤炭運輸回流預計將顯著增加；2) 公路治超影響持續貢獻增量；3) 天津港禁止汽運煤的影響效應未來可能擴散至其他港口。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

## 農業：中報盈利情況預測，板塊龍頭仍是最佳

中報盈利預測，各板塊情況如下：

- 1) 生豬養殖：由於豬價5月以來跌幅較大，預計養豬企業業績靠近預告下限，但牧原股份、雛鷹農牧由於出欄量大幅提升，業績仍有較好增長，預計增速分別為17%和34%；2) 禽鏈：民和股份和益生股份由於商品代雞苗價格較低，預計下滑幅度較大，我們預計淨利潤分別在-1億和-1.7億左右。聖農發展若不考慮4600萬補貼，預計基本盈虧平衡，幾家公司業績預測或都將下修；3) 飼料：海大集團、通威股份、唐人神、大北農預計都將取得較高增長，我們預測分別為35%、200%、115%、50%；4) 疫苗：生物股份仍將保持30%以上增速，普萊柯、中牧股份等受招標影響的企業預計同比仍有下滑，但降幅縮窄；5) 種子：隆平高科預計增速高於一季，在60%左右，登海種業6月經營情況有所改善，預計中報業績下滑幅度在40%左右，降幅收窄；6) 水產養殖：由於水產價格上漲等因素，板塊普遍盈利增長，且增速都較高，如好當家增速在30%左右，獐子島增速預期達350%；7) 制糖：由於糖價同比大幅上漲，企業業績改善明顯，預計中糧糖業、南寧糖業淨利潤分別為3.3億和500萬。

我們重點推薦飼料板塊的海大集團，疫苗板塊的生物股份，種子板塊的隆平高科：

海大集團：公司一季度受飼料銷量高增帶動，歸母淨利潤同比增長高達47%。二季度以來，尤其是5月份，受2016年高基數和下游禽鏈虧損的影響，飼料增速有所放緩，我們預計6月份該趨勢仍將延續。不過，另一方面由於魚價同比大幅上漲，養殖戶對高端膨化料的使用需求快速提升，增高了水產料噸盈利水準。動保業務方面，考慮行業景氣和內生增長慣性，我們認為公司微生物製劑業務仍將保持高增速。截至目前，2017年上半年



年生豬均價較同期下降約3.5元/公斤，考慮到公司出欄量的提升和養殖成本下降，我們認為對利潤增長影響有限。整體來看，我們預計海大集團上半年歸母淨利增速為30%以上，略高於市場預期。（風險提示：水產品價格大幅下滑，洪澇災害）

生物股份：此輪環保因素導致的養豬行業大洗牌使得大型養殖集團規模擴張提速，根據我們統計，上市養豬企業2017-2018年出欄量增速將分別達到34%和45%，大型養殖場是生物股份高埠蹄疫市場苗主要客戶群體，客戶群體的擴張顯著帶動公司市場苗銷售，加上今年招標業務有所回升，我們預計公司上半年利潤將保持30%以上增長。（風險提示：市場苗推廣不達預期）

隆平高科：公司的隆兩優、晶兩優系列品種處於推廣的快速成長期，在未來幾年有望保持40%以上的年均複合增長，推動公司主業高速增長。此外，公司資金充裕，並購戰略清晰，在行業整合方面處於絕對的引領者地位，近期投資並購的廣源種業、廣西恒茂、湖北惠民、湖南金稻等均能在品種或者區域上補強公司現有業務，今年公司外延發展有更大的突破也可以預期。同時，公司的土地開發修復業務厚積薄發，我們認為今年有望實現過億的利潤貢獻。我們判斷今年上半年公司業績有望實現50%以上的增長。公司未來將繼續通過“內生+外延”進一步做大做強，真正成為民族種業的翹楚，值得重點關注。

風險提示：農產品價格大幅下滑。

## 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。