

宏觀

基數效應來襲，輪回還是出清？

基數效應來襲！從供需兩端看，17年下半年，經濟增長都將面臨高基數效應的困擾。從生產端看，發電量、工業品產量基數跳升。6月上中旬發電耗煤增速小幅回升，但下旬驟降至-6.9%，緣於去年同期基數大幅上升。而回顧16年發電量增速，也從前5月的零值附近、6月的2.1%，跳升至下半年的7%以上。類似的，絕大多數工業品產量增速都在去年3季度明顯走高，尤其汽車產量從上半年6%跳升至下半年20%以上。從需求端看，製造業和房地產投資、新增社融基數回升。去年下半年，製造業和房地產投資增速都較上半年明顯抬升，且4季度較3季度進一步上升。而16年新增社融同樣是前低後高，前7月社融同比多增僅6千億，後5月同比多增高達1.8萬億。

刺激三管齊下，價格意外飆漲。夏季異常高溫，但並非主因。16年夏季異常高溫，令3季度第三產業用電量增速大幅跳升。這固然能解釋發電、用電基數的高企，但難以解釋工業品產量，以及投、融資基數的高企。政策刺激需求，生產旺庫存補。回顧16年夏秋之交，有兩個標誌性事件，一是補庫存週期啟動，令工業生產加速擴張。實際上，在被動去庫存階段，需求就已出現改善。而本輪需求改善依然是政策刺激的結果：信貸刺激和居民加杠杆令上半年地產銷量井噴；減稅政策刺激令汽車銷量自15年底起迅猛增長；而積極有效的財政政策，也支撐基建投資在2季度發力。需求刺激三管齊下，拉動生產並改善庫存。改革收縮供給，價格飆盈利漲。而標誌性事件之二則是鋼鐵、煤炭行業去產能進度提速，潛在供給快速收縮令國內商品價格猛漲，且漲幅遠超海外。這一方面使得與大宗商品內需高度相關的鐵路貨運量增速在3季度大幅上漲，另一方面也導致工業企業主營業務收入利潤率迭創新高，利潤加速上行反過來又令企業進一步擴大投資和生產，進一步驅動補庫存週期啟動。

刺激老路輪回？回顧過去十年的中國經濟，類似的現象在反復出現。以發電量為例，09年刺激之後，發電量增速從9月9.5%跳升至10月17.1%，11、12月進一步升至20%以上，但10年則從3季度的10%以上降至4季度的5%左右。再以地產銷量為例，08年底出臺的一系列寬鬆政策，令全國地產銷量增速從09年1季度的8%跳升至2季度的48%，3季度升至68%，但高基數效應疊加調控政策，令10年2季度銷量增速大跌轉負至-14%，3季度降至-26%。發電量和地產銷量的經驗表明，經濟刺激政策存在明顯的後遺症，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，若沒有更大的刺激，經濟增速通常都會出現加速下行。

出清才有未來！然而刺激老路並非唯一選擇。過去幾年的美國經濟、今年的歐洲經濟，都在持續復蘇，股市也都持續創新高。其復蘇背後並沒有什麼秘訣，就是徹底出清，接受經濟短期衰退、淘汰落後的經濟和金融組織，令經濟長期發展更加健康。而回顧今年的各項政策，雖然引發巨大爭議，但無論是IPO發行常態化，還是金融去杠杆、地產抑泡沫，都是對中國經濟和資本市場短期不利、長期有利的政策。若能頂住壓力，堅持市場化的大方向，將經濟、金融和資本市場泡沫出清，則能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！

金融工程

選股因數系列研究（二十二）——分析師覆蓋度與股票預期收益

本文嘗試在因數的框架體系中考察分析師覆蓋度與股票未來收益之間的關係。提出對於傳統的離散覆蓋度指標，可通過線性回歸方式剝離掉公司特徵（如市值、流動性、前期股價表現）的影響，分解出獨屬於公司的特質覆蓋度ATOT。覆蓋度因數反映了分析師群體對其時間、精力和注意力的分配。

特質覆蓋度越高，公司未來基本面向好的可能性越大。特質覆蓋度對公司未來基本面具有較強的預測能力。特質覆蓋度越高的公司，其未來盈利能力和營運有效性向好的可能性越大。從盈利能力來看，分析師傾向於將其研究精力分配給經營淨現金流為正、淨利潤為正、同時相比於上一年同期淨利潤增加的公司。從營運有效性來看，分析師傾向於分配更多的精力給毛利增加、資產周轉率增大的公司。

特質覆蓋度越高，股票收益越高。特質覆蓋度具有一定的股票收益預測能力。該因數月均多空收益差為1.72%，月勝率逾70%，平均rankIC為4.61%，統計顯著。此外，該因數的預測能力具有較強的持續性，即使在滯後4個月的時間窗口下，其多空收益差和rankIC仍顯著異於0。

在不同的觀察期和持有期下，特質覆蓋度因數都具有顯著的選股效果。在1至12個月的觀察期，以及1-6個月的持有期下，特質覆蓋度因數都維持顯著的選股效果。但觀察期和持有期越長，新息占比越小，因數有效性越低。

特質覆蓋度因數在行業間的選股效果。特質覆蓋度在大部分行業都具有顯著的多空收益差和rankIC值；整體而言，在公司數量較少的行業，該因數有效性受限。

風險提示。市場環境變動、模型誤設、分析師行業規則變動等可能對因數有效性產生較大影響。

行業點評

紡織與服裝：2017H1業績前瞻：推薦高增速低估值龍頭標的

織服裝板塊現有45家公司公告了17H1業績預告，28家預告業績增長，13家預告業績持平/下滑（+28%~-100%），4家虧損。分子版塊看，品牌服飾復蘇範圍擴大，紡織板塊延續高景氣度，新興板塊業績高增兌現轉型大空間。

品牌服飾從2016年下半年起逐步復蘇，勢頭延續至2017年上半年，驗證我們年初以及一季度反復強調的行業復蘇邏輯。且此次增長由中高端服飾向大眾服飾擴散，16H2以高端女裝為代表的服飾品牌，收益商場店客流增加率先復蘇，此後有部分街邊店的高端男裝恢復增長，最後恢復趨勢蔓延至大眾服飾，在此基礎上我們推測社零增速改善將促進大眾服飾品牌公司二季度增長。品牌服飾中歌力思、朗姿股份上半年業績或實現高增長，主要系主業恢復增長，疊加並表業務帶來業績增厚，我們預計歌力思上半年業績同比增長約170%，朗姿股份上半年業績約45%增長。同時九牧王、海瀾之家也受益於零售回暖，零售狀況改善，預計九牧王上半年業績超20%增長，海瀾之家二季度業績顯拐點，預計實現高單位數增長。

棉紡板塊延續2016年的高景氣度，隨海外經濟復蘇，下游訂單增長更為確定，同時行業供給側改善明顯，2017年龍頭企業提價順暢，呈現量價雙升局面。預計新野紡織上半年增速約50%，白紗行業景氣度高，公司

產能持續擴張。預計華孚色紡業績增速約40%，2017年訂單量向好，價格企穩。預計百隆東方上半年增速約10%，在產能持續擴張的情況下，訂單量或有10%增長。

製造子行業中成品加工企業受益於海外訂單回暖，其中具備優質供應鏈的企業呈強者恒強趨勢。預計嘉欣絲綢上半年業績增速約30%，出口業務保持增長。預計孚日股份上半年30%+增長，內銷、外銷業務同時發力。預計偉星股份上半年業績增速為15%，海外業務不斷增長。健盛集團上半年訂單飽滿、產能釋放，預計上半年規模增長35%+。

我們堅定看好產業鏈延伸、轉型戰略清晰的跨境通和美盛文化，我們認為未來發展空間巨大，仍能維持高增成長。預計上半年跨境通業績增速95%左右，作為跨境出口B2C龍頭，電子站業績持續高增，重整服裝站後恢復增長。預計美盛文化上半年增速105%左右，全球IP變現龍頭地位確立，主業保持高增長，外部整合持續推進。預計搜于特上半年業績增速為90%左右，公司在行業中多年經驗累積大量資源，利用原有優勢開發供應鏈業務，新業務發力拉動業績增長。

風險提示：終端需求下滑、產能擴張不及預期、棉價波動等。

軟體：電腦行業2017年7月研究框架：兼顧一線龍頭和二線優質成長

回顧2017年觀點：2017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2017年的配置重點，科技藍籌也是2017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、5月和6月組合分別跑贏電腦指數5.4%、0.8%、7.9%和12.2%。

智慧安防是貫穿全年業績主線，安防龍頭是資料和軟體公司：從產業邏輯看，無論是資料、硬體和演算法支援、還是應用場景，智慧安防都是人工智慧商業化應用進程最快的領域；從業績增長確定性看，政策的推進和十三五安防投資力度加大，我們預計智慧安防板塊的業績增長確定性最強。在底層演算法逐漸開源的背景下，處於上游硬體龍頭企業佔據智慧安防監控入口優勢，依靠強大的資金優勢和海量視頻資訊資源，將著眼佈局上游產業，涉足演算法和晶片環節，從整體產業鏈角度提升公司AI視頻核心競爭力。我們認為，以海康威視和大華股份為代表的智慧安防龍頭，已不再是單純的硬體公司，而是資料和軟體公司。

兼顧一線龍頭和二線優質成長：投資好公司，是2017年電腦板塊的投資要點。一線龍頭的估值提升，給二線優質成長帶來了空間。一線龍頭如海康威視和大華股份，在AI智慧安防的新變革下，有了新發展空間。同時也使得如科大訊飛、四維圖新、新大陸、廣聯達、東方國信等優質二線白馬的估值打開空間。

科技股龍頭公司值得享有高估值溢價：A股科技股與美股最大的區別，正是市值龍頭的估值溢價與否。美股電腦行業PE中位數27.4倍，市值前十名公司為34.9倍，相對溢價27.3%；而A股電腦行業PE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%。誠然，美股和A股科技股存在著公司質地、以及市場制度的差異，但如今一方面各行業資訊化集中度提升，另一方面監管環境使得投資風格改變，A股科技股在向美股估值體系靠攏，正迎來龍頭溢價時代。

海通電腦2017年7月投資組合：海康威視、大華股份、東方國信、航太資訊、蘇州科達

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。

公用事業：2017年5月燃氣數據：產量、消費延續高增長，進口大增近五成

發改委發佈2017年5月天然氣運行資料：5月份，天然氣產量119億立方米，同比增長14.7%；天然氣進口量72億立方米，同比增長49.5%；天然氣消費量160億立方米，增長18.5%。

天然氣產量數據：

2017年1-5月，全國天然氣產量626億立方米，同比增長8.6%；5月，全國天然氣產量119億立方米，同比上升14.7%，相比4月14.4%的同比增速，上升了0.3pct。2017年以來下游天然氣消費量呈現持續高增長，且增速快於產量，刺激上游勘探加速。5月出臺的《關於深化石油天然氣體制改革的若干意見》中提出有序放開油氣勘探開採機制，實行勘探區塊競爭出讓制度和更加嚴格的區塊退出機制，將提高上游競爭程度，增加油氣的勘探數量。近日發改委發佈的《關於做好2017年迎峰度夏期間煤電油氣運保障工作的通知》也提出要加大上游勘探開發力度，提早敲定冬季進口資源。

天然氣進口量資料：

2017年1-5月，全國天然氣進口量344億立方米，同比增長15.6%；5月，全國天然氣進口量72億立方米，同比增長49.5%，較之4月22.5%的同比增幅，增長了27.0pct。5月天然氣進口量同比迅猛增長，主要原因在於國內天然氣需求復蘇強勁，而產量增長受到上游勘探滯後的限制，進口相對更靈敏。進口管道朝更加多元，美國正在積極推動對中國的LNG出口，美商務部5月表態，歡迎中國購買LNG，且對中國的待遇不低於其他擁有相同貿易地位的國家。

全國天然氣消費量資料：

2017年1-5月，全國天然氣消費量967億立方米，同比增長13.2%；5月，全國天然氣消費量160億立方米，同比增長18.5%，較之4月21.7%的同比增速，下降3.2pct，主要源於冬季供暖需求的逐漸減少。消費量持續高增長，主要是由於2017年以來煤價持續高企，天然氣相比煤炭的比價優勢凸顯以及“煤改氣”的推進。近期發改委發佈《關於加強配氣價格監管的指導意見》，規定配氣准許收益率不超7%，整體配氣價格長期有望下降。長期來看，用氣成本的下行將會帶來消費量的持續增長。

風險提示：（1）國際油氣價格波動；（2）國家油氣價格改革進程不達預期。

煤炭：動力煤旺季+焦煤庫存週期

我們認為，動力煤進入7-8月季節性旺季，煤價高位企穩，尚未到達需求最高點。1、一般7月中下旬煤炭需求會見高點，在這之前，儘管供給會有放鬆，但很難在需求見頂前預期煤價下跌。2、從近期的庫存看，動力煤港口仍在減少，電廠庫存略有回升，儘管上周最後一天煤價有所回檔，但我們認為煤價的趨勢短期仍是反彈可能較大。3、近期來水較多，考慮洩洪因素，水電不確定性加大，預計短期或利好火電，但是否會像16年7月後水電大幅下降仍需觀察。

鋼廠鋼材焦煤低庫存，焦煤期貨反彈，帶動焦煤股反彈。鋼鐵2017年原本去產能，伴隨著6月去產能接近尾聲，市場對需求和供給預期都比較悲觀導致了近期螺紋和焦煤的去庫存，而前期資金開始有所寬鬆，7月資金繼續寬鬆概率加大，市場對未來的需求樂觀情緒開始回暖，焦煤期貨貼水太大，具備預期反彈的基礎，焦煤股票也具備了反彈的基礎，我們認為焦煤股的反彈短期也有望持續。

投資建議：短期煤價仍有反彈可能，但發改委制訂了動力煤價上下限，目前已經接近600元/噸的上限，我們認為，一旦超過或又將觸發政策對沖。未來如果工業需求下滑，預計煤價高點會逐季下降。動力煤建議關注：中煤能源，兗州煤業，陝西煤業；焦煤看好神火股份、冀中能源、潞安環能。

風險提示：水電擠壓火電，產能會有增長，政策實施時間和力度不確定，去產能慢於預期。

石油化工：尿素價格上漲，價差擴大——化肥行業6月資料點評

2017年6月，尿素1673元/噸，同比+26.6%，環比+4.4%；尿素-1.5x無煙末煤價差為233元/噸，同比擴大125元/噸（+117.1%），環比擴大68元/噸（+41.3%）。6月尿素價格上漲，煤炭價格基本持平，價差擴大。

需求上漲推動尿素盈利改善。供給端，據隆眾資料統計，2017年全國尿素總產能8315萬噸，較2016年減少360萬噸；企業數量由137家下降至127家，日滿負荷總產由25.65萬噸降為24.85萬噸。4-5月為國內尿素傳統檢修期，開工明顯下降，到5月末尿素企業開工率56.2%。6月隨著部分裝置復產，行業整體開工提升至62%。需求端，各地農需備肥、水稻用肥輪動，推動市場需求上漲。受供需格局影響，廠家庫存和港口庫存目前處於低位，尿素價格上漲，價差擴大。

重點關注上市企業：建議關注尿素行業龍頭公司華魯恒升。

風險提示：化肥原料及產品價格大幅波動，化肥相關政策、進出口狀況、農業供給側改革不及預期等。

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。