

2017年08月21日

銷售部 - 投資策略

策略點評

行情至此誰來接力？

核心結論：①6月4日《再次開啟多頭思維》提出的震盪市向上波段還沒結束，8月初以來的回檔性質類似16年6月底到11月底中的兩次回撤。②資源股主要上漲階段結束、創業板指仍是反彈，各板塊輪漲一遍後，國企改革望接力，休整一段時間的金融和消費白馬優勢再凸顯。③多頭格局不變，無懼短期小波折。以金融（尤其是券商）、消費白馬、週期中滯漲的建築為基本配置，以國企改革為彈性進攻。

可為的行情，輪漲的板塊。①行情可為，震盪市向上波段沒結束。6月4日《再次開啟多頭思維》我們將觀點由謹慎轉向樂觀，提出震盪市向上波段開始，核心邏輯是判斷金融監管政策趨緩、資金面將轉好、國改推進，目前看這三個邏輯並沒有破壞。②2017年市場輪漲行情明顯：消費白馬→金融→週期→成長。1-4月以白酒、家電為代表的消費白馬表現最為突出，5月開始擴散至以銀行、保險為代表的金融股。6月後消費白馬開始休整，有色、鋼鐵、煤炭等週期股開始啟動。自7月下旬成長股開始活躍。

行情至今，誰來接力？①週期主要上漲階段結束，成長反彈空間有限。8月以來週期股大幅回檔，我們認為週期股的主要上漲階段可能結束了，後續盤整反復的概率更大，大幅暴跌的概率較小。原因在於：第一，資源品這波上漲動力是去產能和環保的政策力度大，政策這麼做的深層次原因是化解銀行債務風險，預期政策會持續，中鋼協已經定性近期鋼價上漲是炒作。第二，從資金來看，商品期貨的投資者是資源股行情的發動機，他們通常比較短期靈活，這一點跟白馬消費的配置主力機構外資有本質的不同，外資是龍馬股的長期多頭。創業板的反彈行情更類似於12年初-14年的主機板，震盪築底過程中反彈空間逐步收窄，以時間換空間消化估值。②消費和金融重新接力，國改成為新亮點。2017年以來市場熱點不斷輪動，從消費白馬擴散至金融股，又從金融擴散至週期，再到當前的成長股，A股各板塊基本已輪番上漲了一遍。往後展望，我們認為消費和金融將重新接力，國改將成為新亮點。

應對策略：低估滯漲價值+國改。①震盪市向上波段沒結束，無懼期間的小波折。上證綜指2016年2月以來月漲幅均值為1%，6月、7月漲幅分別為2.4%、2.5%，近兩個月市場已經累積了較大漲幅，短期出現小波折也很正常。從形態上看，16年7月中下旬和9月中下旬兩次幅度4%左右的市場調整，小資金量產品可以做一些技術性的交易，大資金量產品基本上可以忽略這類小波段。②金融和消費白馬為主，國改增加彈性。比較2017年動態PE與預測淨利潤增速（朝陽永續一致預期），以及2017年動態PB與預測ROE（朝陽永續一致預期），綜合來看家電、汽車、房地產、建築、建材、銀行估值盈利匹配度較好。此外，前期滯漲的國改近期頻現催化劑，加之十九大臨近，政策類國改主題有望成為後市彈性較佳的板塊。8月16日聯通混改方案公佈，受此消息國改指數獲提振，關注全國十大國改精選股，包括中國石化、中國聯通、中煤能源、外運發展、中國巨石、中航機電、上海臨港、百聯股份、山西汾酒、星網銳捷。

風險提示：業績不及預期，經濟增速下滑，金融去槓桿超預期。

金融工程點評

賺錢效應逐漸回升，市場有望繼續沖高

上周市場震盪上行，板塊上看，上證 50 指數上漲 1.67%，滬深 300 指數上漲 2.12%，中證 500 指數上漲 3.03%，創業板指上漲 4.57%。我們前一周判斷中小創將繼續佔優，觀點再一次得到市場驗證，創業板指自 7 月 24 日至今累計漲幅已高達 7.79%！站在當下，我們觀察到市場賺錢效應正在回升，同時中國聯通復牌在即，有望點燃央企混改預期，帶領市場繼續沖高，但考慮到創業板指已上行至壓力位附近，上漲速度將逐漸放緩，建議風格上由超配中小創轉換至大小盤均衡配置。

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 1.65%，相對前一周（0.98%）小幅上升，當前市場處於震盪市，指數處於 20 日均線之上。

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（1.35）有所下降，一周均值為 1.17，意味著當前市場的流動性高於過去一年平均水準 1.17 倍標準差。上證 50ETF 期權成交量的 PUT-CALL 比率先升後降，週五為 0.80，相對前一周（0.86）有所下降，投資者對上證 50ETF 短期走勢相對樂觀。處置效應為 1.90%，市場呈現明顯的反轉效應。漲停板封板率全周均值為 71%，賺錢效應相對前一周（61%）大幅上升。

日曆效應上，2005—2016 這 12 年間，上證綜指、滬深 300、中證 500、創業板指在八月份的上漲概率分別為 58%、50%、58%和 86%，漲幅中位數為 0.38%、0.34%、3.79%和 4.38%。各指數八月至今漲幅分別為-0.13%、-0.94%、0.79%、4.92%，創業板指在七月大幅下跌後於八月如期反彈，與歷史表現高度一致。目前來看，中證 500 指數向下偏離歷史平均表現幅度較大，建議予以關注。

成交量上，創業板在 7 月 21 日僅成交 409 億，自 2016 年 1 月以來，僅 2017 年 1 月 26 日和 2 月 3 日兩個交易日成交量低於 409 億，隨後一個月創業板指最高漲幅達到 5.6%，創業板指目前上漲 7.79%，大幅超出預期。

事件驅動上，1.中國聯通於 8 月 16 日公佈混改方案，國企混改指數隨後兩日大漲 4.45%，市場對於央企混改的預期再次升溫。中國聯通預計將於下周初復牌，自停牌日至今上證 50 和滬深 300 指數分別上漲 10.74%和 7.77%。回顧 2016 年 10 月 10 日，寶鋼吸收合併武鋼後復牌首日一字漲停，當日滬深 300 和 Wind 全 A 指數分別上漲 1.25%和 1.80%。2.繼上期所上調螺紋鋼日內平倉手續費及限制日內開倉數量後，大商所也出台降溫措施，將焦炭、焦煤品種期貨合約最低交易保證金標準調整為合約價值的 12%，對非期貨公司會員、客戶在鐵礦石 I1801 和 I1805 合約日內開倉交易的最大數量限定為 6000 手。3.證監會 8 月 18 日核發 7 家 IPO 批文，相對前一周減少一家；籌資總金額不超過 34 億元，相對於前一周基本持平。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

行業與主題熱點點評

交通運輸：國改視窗期來臨，關注交運受益標的

1) 鐵路板塊近期國改動作密集，第一階段改革方案預計近期出台。

8月18日中國鐵路總公司在北京產權交易所舉行鐵路土地綜合開發專案推介會，共推出了11個土地綜合開發專案，面積達5689.37畝，專案類型包括商品住宅、城鎮綜合體、物流園區、休閒旅遊園區、養老社區等，這表明鐵路沿線土地綜合開發進入實際行動階段。未來開發成熟的綜合物業將面向社會資本。預計一級土地開發高毛利的特點將進一步提升鐵總盈利水準。此外，2017年年初中鐵總工作會議就將鐵路國改作為2017年全年的工作重點。但受我國鐵路系統複雜的客觀現實環境影響，推進緩慢。

隨著鐵路客運線路試點提價、貨運物流降本增效政策出臺、阿裡、騰訊與鐵路企業合作等一系列報導展開，鐵路行業改革預期愈發強烈。首先，提價增收、降本增效將更大程度的提升整體鐵路企業盈利能力；其次，與阿里巴巴，京東，順豐等合作，將打通互聯網與傳統物流的資訊流屏障，產生協同效應。

目前混改具體做法主要有：戰投引入、員工持股計畫或者股權激勵、資產注入等。中鐵總的現狀是債務壓力過重，因盈利能力較弱使得民資參與熱情不高，同時員工持股股權激勵進展緩慢。對於資產注入預期，從鐵路網路規模上來看，我國鐵路營業總里程、高速鐵路營業總里程均穩居世界首位。路網規模巨大、盈利能力不一使得改革並不能全盤大幅度拓展，預計將會按區域、分步驟進行試點。針對鐵路客運盈利能力較強的區域路段，例如京滬路段，存在資產證券化較強預期。

上市公司中，廣深鐵路的普客路段亦存在提價預期。針對鐵路貨運，日前國務院辦公廳印發《關於進一步推進物流降本增效促進實體經濟發展的意見》，明確提出27條政策措施，進一步降低物流費用在GDP中的比重。鐵龍物流作為國內唯一的鐵路集裝箱上市平台，預計未來有望受益於鐵路集運改革的相關政策。

2) 物流降本，關注航空貨運領域混改機會

外運發展是國內最大航空的貨運代理公司，網點資源豐富，國內外網路輻射範圍廣泛。

2017年4月7日，中國外運長航集團與招商局集團完成戰略重組，公司成為招商局集團的間接控股子公司；2016年的4月25日，招商局集團宣佈設立綜合物流事業部，並任命趙滬湘為中外運長航集團總經理。隨後的5月4日，招商局集團又宣佈由趙滬湘擔任招商物流董事長，兩家集團的物流板塊正式邁出了整合調整的步伐。

招商局物流集團有限公司是國家A級央企、香港四大中資企業之一招商局集團有限公司旗下發展現代物流業的核心企業，公司聚焦泛快速消費品合同物流細分市場，近十五年來實現了年複合增長率30%以上的高速發展。

招商物流和外運發展的主營業務有很強的互補性質，隨著國企改革全面鋪開，招商局集團物流事業部的內部整合已經開始，我們相信在招商局集團確定的“強強聯合、優勢互補、資源分享、合作共贏”的重組戰略之下，未來物流板塊的整合將按部就班，逐步實施。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

有色金屬：鎳成為暢銷關注品種

礦產端來看，上游企業普遍虧損。需求依靠新能源汽車產業鏈。【能量五行】鋰、鈷、稀土鎳、銅箔、硫酸鎳中的最後一個品種鎳擁有強勢上行潛力。

總體行業觀點方面，基本金屬：短期上行確定性最強是鋁，中國話語權強；而“26+2”限產潮產業鏈漲價將蔓延：上游預焙陽極（索通發展）和龍頭神火股份、雲鋁股份。鋅銅鎳反應全球經濟運行態勢，用大週期思維審視：處於歷史大底部。

EV 產業鏈是長期最確定方向。【能量五金】優選白馬，近期嘉能可尚比亞銅鈷礦停產，10 月剛果金傳統雨季到來，均對鈷價提振。此外，“科威特”是潛力標的：科達潔能、威華股份和江特電機。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期，A 股系統性風險。

石油化工：環保稅明年起開始徵收，環保持續高壓

環保稅 2018 年起開始徵收，環保力度加碼。據麒麟財訊報導，近日財政部、稅務總局、環境保護部聯合下發通知，要求各地全面做好環境保護稅法實施準備工作。通知要求各地落實稅法授權事項，確定本地區應稅大氣污染和水污染具體適用稅額，以及應稅污染物排放量抽樣測算和核定徵收方法。《環境保護稅法》共 5 章、28 條，分別為總則、計稅依據和應納稅額、稅收減免、徵收管理、附則，將於 2018 年 1 月 1 日起正式實施。

“費”改“稅”，執法剛性加強。自 1982 年國務院發佈《徵收排汙費暫行辦法》以來，排汙收費制度在我國正式建立。隨著環保意識的不斷深入，排汙收費制度不再適應環保發展趨勢，“費”改“稅”是大勢所趨。

“費”改“稅”使得執法剛性加強，明確了納稅人的納稅義務。環保稅稅目包括大氣污染物、水污染物、固體廢物和雜訊四大類，規定大氣污染物稅額和水污染物稅額為每污染當量 1.2 元和 1.4 元。

環保稅徵收有助於規範行業發展，提升行業集中度。環保稅徵收後對兩類企業影響較大：1. 排汙收費制度下繳納排汙費不合規的企業，環保稅有助於規範行業發展；2. 污染物可計量且污染大的企業，這類企業在環保稅的高壓下運營成本將大幅提升，有助於提升行業集中度。

第四批環保督查全部入駐，預計多種化工品產量受到影響。2017 年 5 月，第三批環保督查回饋結束，據證券時報報導，截至 8 月 15 日第四批督察組已進駐山東、四川、浙江、吉林、新疆、西藏、海南、青海等省市。至此，中央環保督查已對全國 31 省市全面覆蓋。山東是我們重要的化工大省，多項產品產量全國佔比較高，此次環保督查組進駐山東、四川等地，我們預計會影響到更多的化工品價格波動，以山東、四川兩省

化工品產量全國所佔比例，我們推薦關注原油加工與成品油、烯烴、苯胺、尿素、鈦白粉、兩城（燒鹼、純鹼）、農藥、滌綸等產品裝璜動態，以及產品價格波動。

25 省市化工企業搬遷時間表確定，2020 年底前全部完成。據中國化工報報導，工信部、國家發改委遴選出 238 個危化品搬遷改造項目，東部（山東、河北、遼寧等）、中部（安徽、河南、湖南、湖北等）、西部（四川、重慶等）地區分別 90、100、48 個，其中山東省搬遷改造專案最多，達 42 個（佔總專案數比例為 18%），對於不達標企業一律關停，危化品生產企業將於 2020 年底前全部完成搬遷。

重點關注上市公司：隨著環保稅徵收、環保督查推進，以及危化品企業搬遷改造，山東省作為化工大省首當其衝，相關產品開工率有望下降，進而推動產品價格上漲，建議關注煉油板塊受益標的中國石化、上海石化，丁二烯受益標的齊翔騰達、華錦股份，苯胺受益標的萬華化學、山東海化，尿素受益標的華魯恒升、湖北宜化，鈦白粉受益標的 ST 鈦鈦、龍蟒佰利、金浦鈦業、安納達，燒鹼受益標的新疆天業、濱化股份，純鹼受益標的三友化工、山東海化，草甘膦受益標的興發集團、新安股份、江山股份，農藥受益標的利爾化學、紅太陽，滌綸受益標的桐昆股份、榮盛石化、恒逸石化、恒力股份，環氧丙烷受益標的濱化股份、萬華化學、方大化工。

風險提示：政策變動、產品價格大幅波動等。

通信設備：全球光模組重點企業研究系列之行業篇：北美 IDC 市場爆發、將迎 5G 風口，100G 光模組領風騷

1. 受技術升級、成本下降等因素驅動，光模組不斷“高速化、小型化、集成化”。從產品結構來看，隨著下游網路設備對超高速和超大容量光通信模組需求的不斷增長，高速率光模組將成為未來光模組市場的成長核心、市場佔比將不斷抬升。據 Infonetics 預測，未來 5 年 100G 光模組產品的複合增長率保守預計高達 24.54%，預計 2020 年 100G 全球市場有望達到 26 億美元。

2. 光模組成本中，光器件元件佔比超 70%；而光晶片具有較高的技術壁壘，又是光器件元件的主要成本所在。光模組廠商普遍積極並購上游光晶片供應商，旨在打造垂直產業鏈，增強自身競爭力，降低成本，提高利潤。

3. 北美資料中心市場正在進行 40G 到 100G 的換代升級，是當下高速光模組的主要增長點；當 5G 建設啟動後，電信市場對高速光模組的需求，將比資料中心市場更大。我們測算，未來全球資料中心對 100G 光模組的需求量達上億量級；5G 建設帶來的高速光模組的需求更達數億量級。形成對比的是，2016 年全球 100G 光模組出貨量僅 100 萬隻，預計 2017 年總出貨量 200-300 萬隻，缺口巨大，未來增長勢頭強勁。

4. 高速光模組產業在未來可以預見的多年內將持續高景氣，建議關注具有 100G 核心競爭力的公司：中際裝備，光迅科技等。

風險提示：系統性估值波動；北美雲計算中心投資放緩；國內寬頻接入投資放緩；5G 建設進度低於預期。

建築工程：關注國企改革和雄安主題，把握路橋板塊性機會

國企改革的核心邏輯是提高效率，其觸發點是自上而下的政策推動。隨著十九大的臨近和中國聯通方案公佈，國企改革步伐有望加快，包括但不限於混合所有制改革、股權激勵（含員工持股）、資產整合等方式。建築公司中除了建築央企中國電建、中國核建、中國交建、葛洲壩、中國建築、葛洲壩、中工國際等能夠充分受益外，地方國企改革也有望加速，關注隧道股份、山東路橋等。值得注意的是，對於建築國企來說，相對於盈利能力提升，依託國有資源加大業務開拓力度，提高業績或更值得期待。雄安主題，我們建議關注水治理領域和基建領域的優勢企業，包括中國電建、中國交建、中國建築、東方園林、鐵漢生態、中化岩土、蘇交科等。

風險提示：經濟下滑風險，改革進度不及預期風險。

煤炭：煤炭股上漲只會遲到，不會不到

本周焦煤價格如期繼續上漲，且呈加速趨勢，但股價表現平淡，我們認為核心理由還是盈利的不確定性：一方面市場無法確認煤價上漲的持續性，另一方面市場在擔憂煤企的盈利改善具體狀況，因為之前也有過煤價漲而盈利不漲的情況。9-10月焦煤進入旺季，需求改善而供給增長有限，近期證監會發佈並購重組總結第一條就是服務供給側改革，我們認為，煤炭企業進入融資去槓桿的時機開始成熟，伴隨價格的強勢，企業盈利好轉概率很高，煤炭行業股票仍然值得看好。

供給側改革的最終階段，融資去槓桿終於來臨。證監會 15 日發佈的並購重組服務目標主要是：供給側改革、促進技術升級、助推國企改革等，供給側改革方面，要看是否有利於去產能、去庫存，促進產業轉型升級。2016 年我們提出供給側改革的核心目的是去槓桿，在煤炭行業槓桿率沒有降下來之前，煤炭公司都有繼續改善的空間。目前煤炭行業仍有 3.7 萬億的負債，2017 年上半年煤炭行業 1000 億的利潤，必須加快短期去槓桿的能力，降低金融風險。

下半年山西國改值得關注：重組，降槓桿。按照山西《關於深化國企國資改革的指導意見》：要積極開展資本運作，充分利用國有控股上市公司平台，對同質化競爭嚴重和產業關聯性強的上市公司，以及未上市的資產業務，通過市場化方式，推動專業化重組，打造具有鮮明產業特徵和規模效益的上市公司。同時，充分利用上市公司“殼”資源，將具有良好經濟效益和發展前景的優質資產，注入上市公司。分層推進國有企業混合所有制改革。鼓勵支持國內外各類資本參與國企混合所有制改革。

礦難繼續，安檢持續進行，十九大前難放鬆，動力煤或淡季不淡。目前看天氣因素影響開始逐漸下降，但日耗煤仍在高位，鋼鐵盈利高位，生產仍在加強，雖然氣溫下降，但本週六大電廠日耗煤又有增加，而山西晉能露天礦難導致當地大量煤礦停產減產（搜狐網），內蒙火工品的限制加強也影響了煤礦的生產（煤炭資源網），或導致動力煤淡季不淡的行情。

投資建議：7-8 月地產銷售會有下降，但天氣降溫的情況下日耗煤仍在高位，進入 9-10 月焦煤鋼鐵旺季，在鋼鐵盈利大幅提升的條件下，高爐開工增長仍有可能，焦煤需求擴張仍有看點。仍然建議關注所有焦煤公司

和集團有優質資產的公司：潞安環能，平煤股份，冀中能源，山煤國際，陽泉煤業，上海能源，開灤股份，中煤能源，兗州煤業，陝西煤業，中國神華，新集能源，藍焰控股，瑞茂通，*ST 鄭煤。

風險提示：內蒙安檢結束，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。

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。