

債券點評

資金擔憂再起，利率曲線平坦

上周債市下跌，國債利率平均上升 1bp，AAA 級企業債和 AA 級企業債收益率平均上行 4bp，城投債收益率平均上行 5BP，轉債上漲 1.25%。

資金面擔憂再起。7-8 月資金面並未出現市場預期的寬鬆景象，一方面在於 7 月大幅高於均值的財政收入上繳，另一方面在於 8 月央行 4000 億的公開市場淨回籠。進入 9 月將迎來季末 MPA 考核以及 2.3 萬億 CD 到期，資金面擔憂再起。但三季度 MPA 壓力將小於上半年，九月將是財政投放月份，人民幣持續升值改善資金外流狀況，資金面反而可能比預期的要松一些。給予 R007 中樞 3.3%附近窄幅波動的判斷。

金融去槓桿仍在延續。銀監會此前指出通過銀行業亂象治理，銀行資金脫實向虛的勢頭得到初步遏制，同業業務規模出現 2010 年來首次收縮。目前進入自查後的現場檢查階段，後續的工作重點在於深入整治亂搞同業、亂加槓桿、亂做表外業務等市場亂象。從上市銀行中報數據看，杭州、張家港等銀行的廣義信貸餘額增速仍高達 30%，華夏、平安、光大、南京、寧波、常熟、杭州等股份行和城商行同業存單佔同業負債比均在 60%以上，央行此前貨幣政策執行報告將 5000 億以上規模銀行發行 CD 納入同業負債，又發文暫停 1 年以上同業存單，週五證監會公佈了《公開募集開放式證券投資基金流動性風險管理規定》，均表明監管在延續。

收益率曲線平坦。在基本面、流動性和監管三個影響因素中，9 月債市的主要矛盾依然在流動性上。央行主管媒體發文不必誇大 CD 大規模到期對流動性衝擊，CD 大概率滾動發行，而央行在季末流動性投放上也早有準備。8 月製造業 PMI 小幅回升，下游需求穩中有降，生產略改善，經濟仍呈現穩中趨降態勢。平息了一段時間的監管上周開始有所動向，央行對 CD 的監管雖然只是蜻蜓點水，但是仍表明方向，預計短期監管仍穩，十月中下旬十九大之後升級概率不低。因此我們判斷短期債市仍將震盪，收益率曲線平坦化，給予 10 年國債利率區間 3.3-3.7%不變。

轉債業績為王。轉債經歷 6-8 月普漲後，雖然整體估值保持平穩，但部分個券的價格和估值已偏高，未來個券的走勢將逐漸分化。目前來看，利率高位震盪抬升債性券的機會成本，股市風格頻繁切換，個券走勢跟隨正股波動明顯，擇券難度上升。我們也看到 8 月公募基金減持上交所可轉債 5 億、但增持可交債 4 億，而保險和信託增持轉債 1.9 和 1.4 億。短期內建議放慢腳步，擇券基於業績或條款，關注金融、國改個券，一級積極申購。

風險提示：基本面變化、股市波動、貨幣政策不達預期、價格和溢價率調整風險。

策略點評

業績和博弈的雙線思維

核心結論：①中報淨利累計同比 17%，ROE 回升至 10%，盈利驅動的中樞抬升震盪市大格局未變。6 月初以來提出震盪市向上波段還沒結束，三個邏輯沒破壞，三大情緒指標位於中等水準。②過去 5 年最後三四個月行情結構往往突變，前三季淨值排名後 1/4 的基金通過年底逆襲進入前 3/4 的比例達 25%。③業績主線出發配置金融和消費白馬，考慮年底博弈因素，重視低漲幅、低配路、存在潛在政策催化的建築、地產，主題看好國改。

盈利改善支撐震盪市中樞抬升。①中報顯示盈利整體較好，ROE 進入圓弧底右側。②中樞抬升震盪市，源於盈利改善。回顧各國/地區經濟發展與股市的歷史，GDP 同比增速與指數年化漲幅這兩個核心資料展現出了很強的同步性。

行情的結構分化正是源於業績差異。①業績還是行情分化的根本。6 月中下旬投資者對風格分歧加大時報告《盈利趨勢決定風格-20170625》分析指出，風格取決於盈利增速趨勢、投資者結構。此外，投資者結構影響風格，邊際資金決定邊際價格。16 年 1 月底以來震盪市整體是存量資金，結構上散戶資金略減少、絕對收益資金略增加，他們投資風格更偏價值。②盈利和估值匹配度較好的行業如銀行、地產、建築、家電、食品、汽車。從中信一級行業看銀行、煤炭、地產、建築估值和業績匹配度更好，PB (MRQ) /ROE (TTM) 分別為 1.0 倍/13.1%、1.7 倍/10.0%、2.1 倍/12.1%、1.8%/10.2%。輕工製造、電子元器件、家電、食品飲料估值和業績匹配度更好，PE(TTM)/中報淨利同比分別為 37.1 倍/59.3%，47.9 倍/56.9%，20.3 倍/23.4%，32.5 倍/20.0%。

投資策略：業績為王，重視博弈。①震盪市向上波段沒結束。2016 年 1 月底上證綜指 2638 點以來，我們的中期觀點一直未變：單邊下跌熊市結束、步入震盪市，盈利增長推動震盪中樞略抬升。參考有國家隊參與的震盪市，即 2016 年，測算上證綜指實際振幅約 20%，如果 2017 年也為這個振幅，從底部 3016 點測算，指數高點在 3619 點附近。②業績主線出發，配置金融、消費白馬。震盪市的大背景裡業績為王，今年來消費白馬、金融、資源股輪漲本質上源於基本面的變化，輪漲一遍後，估值和業績匹配度較好的金融、消費白馬仍較優。③博弈角度重視建築、地產，主題看好國企改革。2012 年以來 A 股每年在最後 3-4 月行情都會出現一些突變，公募基金排名發生一些變化，博弈因素對行情的影響變大。

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

中線震盪上行趨勢延續，短期提防放量滯漲風險

上周市場繼續上行。板塊上看，上證 50 指數上漲 0.14%，滬深 300 指數上漲 0.92%，中證 500 指數上漲 2.84%，創業板指上漲 2.89%。我們前一周指出市場賺錢效應繼續回升，震盪上行趨勢延續，並建議關注歷

年九月表現較好的中證 500 指數，觀點再一次得到市場驗證！站在當下，我們觀察到市場賺錢效應有所回落，同時滬指出現放量滯漲現象，建議短期提防回檔風險。

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 2.84%，相對前一周（2.15%）繼續上升，當前市場處於震盪市，接近 3%的閾值，且指數處於 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（1.33）有所下降，一周均值為 0.57，意味著當前市場的流動性高於過去一年平均水準 0.57 倍標準差。上證 50ETF 期權成交量的 PUT-CALL 比率先降後升，週五為 0.71，相對前一周（0.77）有所下降，投資者對上證 50ETF 短期走勢相對樂觀。處置效應為-1.29%，市場呈現很強的動量效應。漲停板封板率全周均值為 60%，賺錢效應相對前一周（73%）大幅回落。

日曆效應上，2005—2016 這 12 年間，上證綜指、滬深 300、中證 500、創業板指在九月份的上漲概率分別為 58%、58%、67%和 43%，漲幅中位數分別為 1.26%、2.56%、2.40%和-1.91%，其中中證 500 指數表現最好，同時考慮其八月漲幅不及歷史平均水準，建議繼續關注。

事件驅動上，1. 金磚國家領導人會晤將於 9 月 3 日至 5 日在廈門舉行，會議將以深化國家合作、加強全球治理、開展人文交流、推進機制建設等四方面作為合作重點，我們前期推薦的相關概念股上周多數上漲，建議繼續關注。2. 證監會 9 月 1 日核發 8 家 IPO 批文，籌資總金額不超過 37 億元，相對前一周的 7 家 35 億元小幅上升。

成交量上看，兩市 9 月 1 日放量成交 6409 億元，而 Wind 全 A 和上證綜指僅上漲 0.50%和 0.19%，呈現出放量滯漲現象，意味著市場存在分歧。我們在前期的週報中多次提出，階段性縮量信號出現後市場大概率反彈，而階段性放量信號出現後市場有一定概率發生回檔，如果下周放量滯漲現象進一步增強，需要提防回落風險。

技術分析上，上證綜指日線級別向上的一筆仍在延續中。30 分鐘級別上形成了新的中樞，內部出現盤整背離。5 分鐘級別上中樞震盪，等待市場選擇方向。

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

鋼鐵：鋼鐵高利潤仍可持續

2 五大鋼材社會庫存均小幅增加，螺紋為主。鋼材高利潤刺激鋼企滿負荷生產，庫存增加符合歷史規律和目前供需情況。

鋼鐵行業的 PMI 指數也顯示供需均處於良好狀態。這與製造業 PMI 保持高位適應，顯示板材實際需求仍旺，這也是最近一兩個月以來板材價格漲幅較大的原因。

鋼企火災凸顯淘汰使得合規產能略緊。高利潤下，鋼企縮短甚至放棄檢修，為事故埋下隱患。9月1日日本鋼4747立方高爐爐缸少穿每天影響約1萬噸鐵水、9月2日河北勝寶1080高爐電纜著火引起出鐵口爆炸每天影響鐵水約2400噸，對市場刺激較大，使得市場更為擔憂後期的檢修安排和安全檢查對實際供給的影響。

高利潤仍可維持。除了目前需求不錯、供給偏緊外，預計全年第二個消費小高峰即將到來，如果再疊加採暖季限產之前的可能備庫，預計目前鋼企的高利潤仍可維持。

可關注不受冬季採暖限產影響，且板材集中的公司，比如*ST華菱等。

風險提示：行業波動性仍存；政策風險。

保險：價值轉型進入下半場，利潤進入上升期——保險行業2017年中報回顧暨三季度投資策略

中報業績：壽險NBV與利潤增長均超預期。1) 四家保險公司上半年淨利潤整體同比增長7.9%，中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的淨利潤分別同比增長17.8%、6.5%、6.0%和-2.9%，主因投資收益提升、準備金計提邊際減少和剩餘邊際穩健攤銷。2) 四家合計淨資產較年初增長5.7%，中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的淨資產分別較年初增長1.6%、11.0%、-0.2%和4.4%。3) 壽險NBV整體同比大增40.8%，集團EV整體較年初增長11.1%。中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險NBV分別同比增長30.2%、46.2%、59.0%和28.8%，集團EV分別較年初增加7.0%、15.9%、10.4%和9.8%。

業績亮點：壽險量質齊飛，NBV Margin顯著提升，代理人人均產能增加。1) 上半年中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的NBV Margin分別同比大幅提升了5.1、3.0、7.6和24.0個百分點。NBV Margin的提升主要來源於高價值率的長期保障型業務占比增加，其中上半年中國太保和新華保險的占比同比增加了10.6和21.4個百分點。另外，各類險種自身的NBV Margin提升同樣促進了整體NBV Margin的擴大。2) 上半年壽險代理人數量整體同比增長23.7%，人均產能平均同比增長3.6%。中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的每月人均NBV分別同比增長6.4%、30.0%、6.4%、8.7%。3) 上半年三家產險公司保費合計同比增長13.7%，承保盈利水準穩定，綜合費用率平均下降1.23個百分點。4) 上半年綜合投資收益率平均同比提升2個百分點，中國平安和新華保險的浮盈顯著擴大。

展望：壽險價值轉型進入下半場，利潤進入上升期。1) 目前四家保險公司均已基本完成了“以個險管道、長期期交業務為核心”的“上半場”發展目標。進入“下半場”，長期保障型業務和代理人產能的提升是深化價值轉型的最重要抓手，可帶來NBV持續增長、死差提升與剩餘邊際快速積累。2) 134號文會對儲蓄型新單保費造成壓力，但對NBV的影響較小，我們預計2018年NBV的同比增速可超20%。3) 750天移動平均國債收益率曲線於年底回升，利潤正式進入上升通道。4) 個稅遞延型養老保險試點有望在下半年推出，商業養老保險將迎來高速發展期。

壽險價值轉型進入下半場，利潤進入上升期，“大衛斯按兩下”長期成立。“利差改善+價值轉型+集中度提升”的邏輯不變。並且價值轉型可同時提升內含價值的成長性與穩定性，保險公司的P/EV估值水準將仿效友邦保險，正式進入上升通道。EV穩健增加，疊加P/EV開始提升，“增持”評級。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

石油化工：哈威颶風對石化產品的影響分析

哈威颶風登陸美國，化工企業關停產能。美國當地時間 8 月 25 日晚，四級颶風“哈威”登陸美國德克薩斯州，對當地煉油及石化產業造成了巨大衝擊。據卓創資訊報導，陶氏、埃克森美孚、利安得巴塞爾工業公司、雪佛龍菲力浦斯化工、荷蘭皇家殼牌和英力士集團控股有限公司裝置均受到影響而關停，乙烯行業受到直接影響。

美國動用戰略儲備，緩解颶風造成的供應中斷。據財經報社報導，由於颶風導致墨西哥灣沿岸煉油廠的石油供應中斷，美國政府決定將從戰略儲備中釋放 100 萬桶石油，供應這個美國煉化產業中心地區，這也是美國 5 年來首次動用戰略石油儲備。

目前受颶風影響較大的板塊：（1）煉油：目前哈威已經造成美國約 23%的煉油產能關閉，可能使得美國煉油能力降至 2008 年以來的最低水準。（2）乙烯、聚烯烴：北美地區乙烯產能為 3659 萬噸，佔全球的比例約為 22%。受煉廠關停的影響，乙烯出現短缺，價格上漲。受此影響，下游聚烯烴價格也同樣上漲。美國聚乙烯、聚丙烯產能佔全球的比重較大，分別為 15%、20%，受颶風影響預計價格仍有望繼續上漲。（3）丙烯酸及酯：美國丙烯酸裝置相繼停車，關停產能佔美國丙烯酸總產能的比例達到 45%，短期丙烯酸及酯供給偏緊導致價格上漲，上周丙烯酸、丙烯酸丁酯國內價格分別上漲 3.6%、5.3%。（4）PX：目前美國 PX 裝置停車產能佔全美的比例達到 47%，短期受供給影響 PX 價格有望上漲。

重點關注上市公司：受颶風影響，石化產品供給短期將呈現偏緊態勢，重點關注乙烯、聚乙烯、聚丙烯、丙烯酸（酯）、PVC、丁二烯、PX、PTA 等石化產品，其價格或將受此影響而上漲。建議關注乙烯受益標的中國石化、中國石油、上海石化、華錦股份，聚丙烯受益標的衛星石化、東華能源，丙烯酸（酯）受益標的衛星石化，PVC 受益標的新疆天業，丁二烯受益標的齊翔騰達、華錦股份，PX、PTA 受益標的榮盛石化、桐昆股份、恒逸石化、恒力股份等。

風險提示：產品供給增加，價格下跌等。

資訊科技服務：科技大公司的優勢在擴大

17 年中報是全年業績底，技術驅動的公司值得享有高溢價

2017 上半年行業整體淨利增速 17.6%，相比去年的 23.3%有所下降。我們認為，17 年中報是業績底，給予電腦下半年好於上半年的判斷。電腦的併購高峰是在 15 年 Q1 和 Q2，由於並表效應，使得 1 年後的 16 年 Q1 和 Q2 是業績高點，同時後續由於政策原因，電腦並購沒有持續下去，所以 16 年 Q3 和 Q4 的並表效應減弱，

可以推斷出，今年 Q1 和 Q2 業績由於去年的高基數，因而增速要慢於今年 Q3 和 Q4。今年中報是相對業績底。

內生增長佔比約 2/3，智慧安防、金融 IT/互聯網金融增長喜人，關注企業級服務、智慧城市、資訊安全等。

電腦行業 17 上半年剔除外延影響的純內生增長佔比約 2/3，行業淨利內生增長約為 12%。從細分領域看，智慧安防、金融 IT/互聯網金融方向增速顯著高於行業平均，且相比 2016 上半年增速有所提升，處於高景氣週期；智慧城市方向隨著十三五規劃的落地和地方政府採購的展開，相比 16 上半年增速也有顯著提升。此外，企業級服務和資訊安全細分領域利潤反轉和內生增長確定性也較強，同樣值得關注。

科技大公司的優勢在擴大

良好的收入、穩定的現金流是持續投入的基礎，龍頭企業對於相關投入越來越重視，技術驅動帶動企業競爭優勢不斷擴大，這主要體現為大公司研發投入的絕對金額和收入佔比的提升，和業績的穩定增長。行業集中度的提升，以及監管大環境下市場更關注具有良好的內生增長，體現出企業自身的技術積累和經營能力的公司。科技創新的硬實力，技術驅動的龍頭公司值得享有高溢價。

海通電腦 9 月投資組合：海康威視、大華股份、東軟集團、中科曙光、四維圖新

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。

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。