

2017年09月07日

銷售部 - 投資策略

宏觀點評

環保限產，影響幾何？

環保風暴來襲。生態文明體制改革是此輪改革的重要構成，近期環保相關政策密集出台。環保部牽頭4部委6省市聯合印發《京津冀及周邊地區2017年大氣污染防治工作方案》，旨在強化“2+26”城市冬季大氣污染防治，全面降低區域污染排放負荷，涉及行業多達16個。16年中央環保督察組成立，不僅實現31個省市全面覆蓋，督察力度也逐批上升，前三批督察問責、約談人數累計過萬，拘留人數過千。當前第三批中央環保督察已進入督察回饋階段，第四批也已完成督察入駐。

綠水青山就是金山銀山。環保政策加碼源於當前環境狀況持續惡化。以大氣污染為例，中國PM2.5濃度是美國的7倍、全球均值的1.3倍。環境惡化的根源在於以往中國經濟以工業投資驅動，高耗能高污染行業是罪魁禍首，它們在支撐經濟增長的同時，也帶來了污染。

環保約束產能改善供需。從整體看，近幾年來中國環保政策不斷加碼，對高污染高耗能行業的無度擴張形成約束，過去5年來，石化、鋼鐵、煤炭、水泥、有色、化工等行業投資增速逐年下滑。鋼鐵行業16年大幅去產能6500萬噸，產能利用率觸底回升。《方案》要求重點城市鋼鐵限產50%，將對生產形成約束。7個重點城市鋼材產量佔全國1/5，錯峰生產將導致產量縮減3600萬噸，若28個城市均錯峰生產，產量將縮減6400萬噸，17年鋼材產量或現負增長。水泥行業過去幾年自主去產能，12年以來新增產能逐年下滑，16年降至2000萬噸、低於新增產量。《方案》要求不承擔民生任務的水泥企業全部實施錯峰生產。16年28個城市產量佔全國的1/5，而17年前7月全國水泥產量同比僅增長0.3%，因而錯峰生產或將導致17年產量出現負增長。未來四年水泥行業將壓減3.9億噸熟料產能，熟料、水泥產能利用率將升至80%、70%。煤炭行業過去幾年在逐步降低新增產能的同時，也加大力度淘汰落後產能，16年大幅去產能2.9億噸，引發煤價大漲。受下游鋼鐵等行業錯峰生產影響，煤炭需求、生產或雙雙走弱。電解鋁行業產量和產能保持穩定增長，《方案》要求電解鋁、氧化鋁限產30%。冀豫魯晉四省電解鋁產量、產能佔比約40%，豫魯晉三省氧化鋁產量、產能佔比80%，環保限產意味著採暖季電解鋁產量縮減12%、氧化鋁產量縮減24%。未來電解鋁、氧化鋁產能將持續收縮，產能利用率有望繼續回升。火電行業當前產能利用率仍處低位，產能仍待去化。《方案》對火電行業實行了排污許可證的控制制度，未來供給收縮力度或有所提升。

從復蘇到滯脹、盈利改善受阻。環保限產令高污染高耗能行業供給收縮，並引發工業品價格短期上漲。但與16年去產能所不同的是，17年環保限產對產量也形成了約束，因而17年很難出現16年“產能降產量升”的局面，工業品也將由“量價齊升”轉為“量縮價漲”。從宏觀角度看，16年工業產品的“量價齊升”對應的是經濟復蘇，而如果工業品步入“量縮價漲”階段，對應的經濟環境是滯脹，亦即經濟沒有增長，但是價格顯著提升。而在滯脹階段，一方面原材料價格上漲，同時貸款利率趨於上升，上游和銀行等行業明顯受益，但由於需求回落，中下游行業難以轉嫁成本，將顯著受損，因而整體看企業盈利難以繼續擴張。

行業與主題熱點點評

機械工業：三季度淡季不淡，8月挖機銷量增速強勁

根據中國工程機械協會，8月行業主要挖機企業銷售 8714 台，同比增長 99%，環比增長 14%。1-8 月挖機累計銷售 91439 台，同比增長 101%，僅次於 10-12 年，7-8 月銷量甚至超過 12 年。我們預計 17 年挖機銷量有望達超 12 萬台，同比增長超過 70%。

結構上看，受益於攻擊側改革，8 月大挖銷售 1399 台，同比增長 189%，中挖銷售 2169 台，同比增長 137%，小挖銷售 4384 台，同比增速 78%。我們建議關注各細分子領域的龍頭企業：三一重工、徐工機械、恒立液壓、建設機械、諾力股份。

風險提示：固定資產投資下滑，美國潛在的貿易保護主義。

傳媒：堅定看多傳媒板塊，“三季報+估值切換+龍頭”三維度選股

7 月中旬，我們堅定看多傳媒板塊，並認為隨著證金公司入股創業板，並購重組、定增加快，板塊投資生態將有所好轉。站在目前時點，我們認為板塊反彈仍沒有結束，一方面自 6 月底以來的週期股大漲提升了市場的風險偏好，而傳媒屬於風險偏好較高的板塊；另一方面很多成長股增速高，而估值接近歷史低位，如果估值切換，預計 2018 年估值更低；第三，海外的新興產業板塊不斷上漲，國內相關個股預計也將受益。

看好板塊，三維度選股策略：1) 三季報高增長；2) 明年估值切換優勢明顯的公司；3) 行業龍頭或者細分行業龍頭。遊戲：帝龍文化、完美世界、三七互娛、遊族網路；影視：光線傳媒、唐德影視、慈文傳媒、捷成股份；行銷：思美傳媒、分眾傳媒、利歐股份；教育：威創股份、新南洋、百洋股份；傳統媒體：中文傳媒、皖新傳媒、新經典。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

有色金屬：漲價行情繼續：硫酸鎳、鎳和預焙陽極

1、昨日 SMM 硫酸鎳上漲 200 元/噸，漲幅 0.79%，報 2.55 萬元/噸，年初至今累計上漲 3.03%；目前硫酸鎳生產還是主要以高冰鎳，鎳濕法中間產品為主，使用鎳豆的企業較少，上游鎳礦產量減少使原材料供應較為緊張。

除此之外，我國工信部早在 2015 年就將硫酸鎳列入《危險化學品目錄》，因此其生產、運輸、庫存等環節需要較高的環保要求。而且新建產能環評週期較長，限制了硫酸鎳新增產能的擴張速度。據中國儲能網報導，由於近期的環保督查，已有硫酸鎳生產企業由於環保不合格而遭到停產處罰。

國內硫酸鎳的產量在 2013 年以前大概在 14 萬噸左右，由於新能源產業鏈的拉動，過去 3 年產量逐年增加，2016 年硫酸鎳的產量將近 20 萬噸，目前產量年化增速在 25% 左右。下游需求方面 60% 的硫酸鎳用來生產三元前驅體和三元材料，40% 需求是傳統的電子元器件。我們測算目前新能源汽車單車消耗硫酸鎳約 75 千克，未來隨著高鎳動力電池趨勢發展，我們預計新能源汽車單車鎳用量還會進一步提升。

2、昨日百川資訊鎢粉上漲 8 元/公斤，報 277.5 元/公斤，上漲 2.97%，年初累計上漲 57.67%；白鎢精礦上漲 0.3 萬元/噸，報 12 萬元/噸，上漲 2.56%，年初累計上漲 70.21%。黑鎢精礦上漲 0.3 萬元/噸，報 12.11 萬元/噸，上漲 2.54%，年初累計上漲 69.41%。仲鎢酸銨上漲 0.4 萬元/噸，報 18.25 萬元/噸，上漲 2.24%，年初累計上漲 65.16%。

2015 年以來我國鎢精礦段沒有新增產能，據 SMM 資料，預計 2017 全年沒有新增產能，國內產量自 2013 年以來保持 13.8-14 萬噸左右，總體較為平穩。鎢產業自 2016 年年初觸底以來，行業整體處於底部。

在鎢供給端，早在 2016 年 3 月中國鎢業協會倡議精礦企業減產 15%，要求重點骨幹企業鎢精礦和共伴生鎢綜合產量下降 1 萬噸。今年在環保行動的影響下，鎢企的生產收到了衝擊，礦山開工率偏低。今年上半年國內生產鎢精礦 67209 噸，同比增長 11.4%。近期新增鎢礦砂供應緊張，疊加環保影響，鎢礦乃至鎢產品價格持續上漲。

3、昨日百川資訊預焙陽極上漲 1.14%，報 4361 元/噸，年初累計上漲 39.78%；“2+26”環保政策要求採暖季不能達到特別排放限值的炭素企業全部關停，達到排放值的企業也將限產 50%，因此我們看好預焙陽極價格持續上漲。

風險提示：下游需求不及預期。

石油化工：聚酯行業兼併重組頻繁，未來龍頭企業有望強者恆強

聚酯行業兼併重組潮來臨。據化纖頭條報導，近日江蘇明輝化纖科技股份有限公司名下資產被太倉逸楓化纖有限公司（恒逸集團全資子公司）以 7.71 億元拍賣獲得，明輝化纖具備年產 25 萬噸差別化 POY 產能。除了此次收購以外，恒逸集團在今年 3 月份與浙銀資本聯合發起設立產業並購基金，分別用 6 億元拍得紅劍集團、7.22 億元競得浙江龍騰旗下資產。今年以來聚酯行業掀起了兼併重組大潮，據化纖頭條統計，2015-2017 年間進行並購重組的聚酯企業多達 10 家，總產能達 238 萬噸。

聚酯行業盈利下降，產能擴張減速。2009-2012 年，滌綸行業盈利較好，推動工廠不斷擴產，實現產能快速投放，2010-2013 年滌綸長絲產能增速都在 10% 以上。產能快速擴張導致行業盈利下行，2014 年起產能投放開始回落，2014-2016 年滌綸長絲產能增速大約為 4%，截至 2016 年我國滌綸長絲產能為 3389 萬噸。

滌綸企業相繼破產，行業開始出清。受行業盈利大幅下降的影響，自 2012 年起江浙地區的部分滌綸長絲廠商開始破產，目前長期停車及工廠倒閉的滌綸長絲裝置產能共計約 743 萬噸/年，滌綸長絲行業總產能 3389 萬噸/年，有效產能 2646 萬噸/年。

龍頭企業兼併重組關停產能，行業集中度不斷提升。目前幾家 PTA-滌綸龍頭上市公司桐昆股份、恒逸石化、榮盛石化、恒力股份都在原有 PTA、滌綸業務的基礎上向上游煉化延伸，同時恒逸集團還開始對其下游滌綸業務進行擴張，兼併收購聚酯產能。行業內龍頭公司完善其產業鏈有助於提升公司的抗風險能力，對於滌綸長絲行業而言，2011-2016 年行業集中度不斷提升（CR4 從 26.4%提升至 35%），2017 年新增滌綸長絲產能較少，在龍頭企業兼併重組的背景下行業集中度預計將進一步提升，未來聚酯龍頭企業有望強者恒強。

重點關注上市公司：聚酯行業目前產能增速大幅下降，且龍頭企業通過兼併重組、擴產等方式提升行業地位，有助於提升行業集中度，從而增強自身議價能力。建議關注聚酯龍頭企業，以及產業鏈佈局完善的公司，包括桐昆股份、榮盛石化、恒力股份、恒逸石化、新鳳鳴等。

風險提示：行業盈利大幅下降、行業產能出清不及預期等。

券商：市場環境好轉，券商 5 月以來業績持續改善

1) 2017 年 8 月，29 家券商公佈 8 月業績（光大、第一創業未公佈），29 家上市券商合計實現營業收入 153.48 億元，同比-11%，環比-2%；實現淨利潤 61 億元，同比-13%，環比-1%。24 家上市券商 1-8 月實現營業收入 1526 億元，同比減少 2%，實現淨利潤 528 億元，同比減少 8%。

2) 8 月市場交易量繼續回暖，日均股基交易額 5369 億元，環比+9%，同比+5%，1-8 月累計日均交易額 4803 億元，同比-15%。8 月完成 IPO 37 家，募集資金 169 億元，環比+13%，同比-39%；增發募資 844 億元，環比+89%，同比-43%。債券承銷方面，企業債承銷 779 億元，環比+10%；公司債承銷 1412 億元，環比-12%；企業債及公司債合計承銷 2191 億元，環比-5%，同比-32%。截至 8 月末，兩融餘額 9464 億元，環比+5%，同比+5%。

滬深 300 指數 8 月+2.25%，7 月+1.94%，去年同期+3.87%；中債總全價值數 8 月-0.47%，7 月-0.15%，去年同期+0.23%。

3) 市場環境顯著好轉，8 月業績環比小幅下滑可能是由於收入確認不均衡造成。8 月營收及利潤分別較 5 月增長 28%及 44%，6-8 月業績顯著好於上半年。

4) 投行業務、財富管理轉型、主動管理資管轉型仍是 2017 年重點，2017 年預計業績同比下滑 8%。目前券商股估值已達歷史超低水準，遠低於歷史平均。行業（中信 II 級指數）平均 2017E PB 在 2.0x，部分大型券商估值低至 1.4x2017E PB，估值處於低位。考慮到下半年市場情緒持續回暖，券商作為“牛”市 beta 品種，具有較強投資機會，建議配置。從中長期來看，仍看好行業轉型，尤其是看好大型券商及特色券商，推薦華泰證券、廣發證券、招商證券、興業證券。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

輕工製造：旺季來臨漲價趨勢明晰，看好箱板瓦楞紙

回顧近一年紙價的走勢，箱板瓦楞紙從去年年末開始領漲，之後各紙種跟漲，並均有比較大的紙價提升。截止 8 月 30 日，銅版紙/雙膠紙/箱板紙/瓦楞紙/白卡紙/白板紙均價相比去年同期分別上漲 34.5%/29.7%/22.1%/30.6%/56.3%/66.5%。同時紙價快速上漲帶動造紙行業的盈利水準顯著提高，大紙廠的噸盈保持在歷史高位，將之前多年的環保成本賺回，中報披露業績紛紛實現爆發性增長，造紙行業整體景氣。

進入 7 月份，紙價已經出現了分化，箱板紙、瓦楞紙與白板紙在廢紙進口緊縮的背景下持續上漲，文化紙和白卡紙由於進入需求淡季，價格小幅下跌進入整固階段。進入 8 月下旬，受木漿大幅上漲影響，文化紙重拾漲勢，呈現翹頭上漲趨勢，白卡紙上漲相對平緩，而箱板瓦楞紙繼續飆漲。在 8 月下旬各造紙大廠不約而同連發漲價函，刺激了市場的需求和短期走好，市場心態由穩轉升，包裝紙繼續高歌猛進，我們認為最值得關注的是箱板瓦楞紙與文化紙。

對於一直價格急劇上漲的箱板瓦楞紙，目前最大的催化劑是原材料廢紙的供應不足，對於原材料影響最大的是廢紙進口許可證的額度問題，自 5 月 23 日後環保部再沒有批復新的進口廢紙額度，已經批復的前 11 批總共 2809 萬噸，上半年已經進口 1747 萬噸，剩下不到 1100 萬噸的額度，儘管 7 月份外廢交易十分慘澹，對比去年 8-12 月 1209 萬噸的使用量，今年四季度至少有 150 萬噸的外廢需求缺口。外廢的供給缺口導致國廢的需求猛增、價格飆漲，疊加 9 月底到年末都是箱板瓦楞紙的需求旺季，以及環保力度的持續加大，巡視組入駐瓦楞紙眾多的浙江、山東省會導致大量中小企業停產整頓，我們認為下半年箱板瓦楞紙漲價是必然趨勢，大紙廠依然能夠將進一步提升盈利能力，建議關注港股的玖龍紙業（估值相對偏低，海外廢紙收購管道優勢明顯）。

對於文化紙，受到原材料木漿價格的大幅上漲以及 9 月份進入旺季，各大紙廠紛紛發出漲價函。但實際上木漿價格的主要是現貨，大廠主要採購使用的期貨漲幅相對較小，而之後巴西鸚鵡漿廠 195 萬噸闊葉漿 8 月 23 日提前投產，芬蘭芬寶 130 萬噸 8 月中旬投產，預計 9 月投放市場，此外還有白俄羅斯 40 萬噸以及晨鳴 30 萬噸新漿線也在四季度投產，大量產能投放將會對漿價形成壓力。短期內，受到環保、需求旺季以及原材料價格飆漲的影響，我們認為紙價會繼續上漲，但未來漿價的不確定性將會對紙價構成限制，此外還需關注 9 月份漲價函的實際落實情況。

風險提示。原材料價格波動風險，下游需求不及預期。

互聯網軟體與服務：“雪亮工程”打開安防藍海市場

“雪亮工程”推動視頻監控網路下沉。“雪亮工程”之名源於“群眾的眼睛是雪亮的”，具體來說，就是利用群眾各家各戶的資訊系統為基礎，通過視頻監控布點，形成針對農村地區治安防控的監控專案。專案通過中心化和平臺化，將視頻圖像資訊系統縱向下延至縣、鄉、村的群眾層面，利用系統拓展在安防、社會治理、

智慧交通等領域的應用，實現治安防控“全覆蓋、無死角”。2015年9月，九部委聯合印發了《關於加強公共安全視頻監控建設聯網應用的若干意見》，2016年6月，全國第一批50個公共安全視頻監控建設聯網應用工作示範城市先行先試，各試點已經在大面積建設實施中；

前端後端齊發，全方位打造“雪亮工程”。雪亮工程在具體實施中，首先是需要重要卡口以及群眾聚居處進行廣泛的攝像頭布點，監控點直接接入社會綜合治理中心監控平臺，第二步是利用平臺以及配套的居民終端系統，及時進行情況預警和資訊通報。雪亮工程的前端解決方案主要是針對目標物的特徵分析，全方位綜合監控和特殊場景監控三個方面；另外，雪亮工程系統後端解決方案包括了資料的傳輸、儲存、分類、分析和決策等解決手段，目的是在獲得前端資料和資訊後迅速對其中有效的資訊進行最優效率的分析、決策和解決，支援雪亮工程進行；

“雪亮工程”多點開花，補強治安防控短板。“雪亮工程”現已明確納入十三五規劃。根據中國資訊中心報導，2017年包含河北承德在內，全國各省區申報2017年度“雪亮工程”重點支援城市（區）共有52個單位。“雪亮工程”可有效補齊治安防控的短板，也是新形勢下治安防控工作的創新舉措。“雪亮工程”的建設，是對天網工程、視頻監控全覆蓋工程的延伸和整合，同時也是“互聯網+”環境下結合大資料和人工智慧的社會治安防控體系建設的新途徑；

“雪亮工程”為安防行業打開增量市場。“雪亮工程”視頻監控聯網工程的推進與實現，安防行業企業作為其中的核心參與，受益最為顯著。目前，不少安防企業也投入其中，推出了不同的解決方案來建構“雪亮工程”。監控聯網工程使得視頻監控的應用更加普及，從單一功能產品到多傳感終端集成，從單一變數監測發展到全方位解決方案和基於智慧演算法的主動防禦。目前雪亮工程建設縣區的平均投資額約為350萬元，而全國共有將近3000個縣，“雪亮工程”有望成為安防行業發展的新藍海；

投資建議。推薦關注安防產業鏈各環節中，具有綜合解決方案提供能力的企業，海康威視、大華股份、蘇州科達。

風險提示：政策推進速度不及預期，系統性市場風險。

通信設備：通信觸底反彈延續，緊抓龍頭、半年報超預期及低估值個股

2017年上半年，通信行業歸屬上市公司股東淨利潤138.20億元，同比增長17.36%；增速較2016年同期略有放緩，其中受中國聯通、中興通訊半年度業績增長帶動，上證主機板、深圳主機板通信行業利潤增速加快。但反映創新成長方向的中小板、創業板利潤增速同比均下滑，一方面並購停滯後內生增長動力仍欠缺，另一方面目前處於4G向5G建設週期的過渡階段，資本開支2017年觸底。

分子行業看，淨利潤同比增速（剔除後），流量經營&移動轉售（+135%）、網路服務（+85%）、IDC/CDN/雲計算（+71%）、運營商（+37%）、光通信（+32%）、政企網路設備（+31%）增速較快。

半年報超預期個股，重點關注：中興通訊，華測導航，高新興，東方國信，光環新網，億聯網路（半年報略超預期，Q3 指引符合預期），博創科技。其他重點推薦：烽火通信、星網銳捷、海能達、中際裝備、光迅科技、亨通光電、中天科技、海蘭信。

光通信仍作為首推子行業方向；個股重點推薦中興通訊、烽火通信、中際裝備、光迅科技、亨通光電、中天科技代表的光通信（設備、光器件/模組、光纖光纜）各細分行業龍頭。

風險提示：系統性估值波動，5G 進度和運營商投資力度不及預期。

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。