

2017年9月18日

銷售部 - 投資策略

策略

經濟資料回落催化結構漸變

經濟資料回落是市場結構變化的催化劑。8月經濟資料公佈後，市場結構已經在微妙變化。9月14日週四國家統計局公佈的8月宏觀經濟資料全面不達預期，緊接著14-15日兩個交易日，順週期的鋼鐵、煤炭、有色板塊分別下跌6.0%、5.4%、3.8%，逆週期的房地產、建築板塊分別上漲3.9%、1.0%，消費板塊中的餐飲旅遊、家電也上漲1.5%、1.1%。四季度異動行情徐徐開啟，宏觀背景更有利於逆週期及消費板塊。宏觀經濟資料的波動對市場結構有一定的影響，一方面宏觀經濟資料對應微觀企業盈利，另一方面經濟資料變化會引致政策調整，進而影響板塊走勢。去年二季度宏觀資料持續回落，經濟下行壓力變大，三季度PPP專案推進加快，去年三季度建築、建材指數最高漲幅達15.5%，12.5%。回到當前，隨著7-8月宏觀經濟資料回落，宏觀背景更利於逆週期的地產、建築以及盈利穩定的消費，而且這些行業3季度股價表現很一般。

四季度要考慮博弈和季節性因素。年內最後3-4月行情，要重視博弈因素。我們在9月3日月報《業績和博弈雙線思維》就提出，年底行情重視博弈因素，9月6日專題《四季度行情多異動》詳細分析了年底行情的特徵。第一，大漲前股價表現一般，即低漲幅；第二，大漲前公募基金配置比例很低，即低配置；第三，出現一些政策或事件催化。我們認為今年房地產、建築、券商同時具備低漲幅、低配、潛在催化劑三大特徵。歷史季節性規律看，四季度金融地產和消費強、週期弱。我們將時間拉長，統計2005年以來各板塊四季度較滬深300指數的超額收益。這其中發現一個典型特徵：四季度強週期的資源板塊普遍表現較差，金融、消費板塊表現較好。這也與基本面波動有關，四季度是週期資源品淡季，消費品旺季，而三季度宏觀經濟資料的公佈也使得全年經濟運行區間基本明確，金融板塊投資不確定性減小。

投資策略：穩中求進。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，核心邏輯是判斷資金面趨穩、基本面資料不差、改革推進，截止目前這三個邏輯並未破壞。目前市場風險不大，保持多頭思維，穩中求進，十九大之後則需關注金融監管動向、經濟資料及美聯儲縮表進展。業績角度配金融、消費，博弈角度看建築、地產，主題聚焦國改。從震盪市業績為王的背景出發，今年以來消費白馬、金融、資源股輪漲本質上源於基本面變化，輪漲一遍後，估值和業績匹配度較好的金融、消費仍較優。其中家電、白酒業績較為靚麗，估值和業績匹配度較好。從博弈角度出發，結合過去五年四季度逆襲板塊特徵，前文分析指出建築、地產同時具備低漲幅、低配、潛在催化劑三大特徵。國改方面，據經濟觀察報，第三批混改名單即將出爐，考慮到十九大將在10月18日召開，國改仍處於較好的政策環境中，綜合各行業分析師觀點，構建國改精選組合。

風險提示：業績不及預期，經濟增速下滑，金融去杠杆超預期。

期貨策略：股指期貨二度鬆綁對市場的影響

本次是2015年股市異常波動後的第二次鬆綁。9月15日中金所下發通知進一步鬆綁股指期貨，這是2017年以來的第二次鬆綁。自9月18日滬深300和上證50股指期貨各合約交易保證金標準，由目前合約價值的20%調整為

15%。滬深300、上證50、中證500股指期貨各合約平今倉交易手續費標準調整為成交金額的萬分之六點九。此前為萬分之九點二。

本次鬆綁幅度較小，堅持“小步慢跑，區別對待”。此次對投機盤仍採取較嚴措施，避開對中小創因鬆綁形成的賣方壓力。單邊投機手數仍維持20手沒有調整，另外中證500保證金仍維持30%不變。反映了監管層在鬆綁過程中仍堅持“小步慢跑，區別對待”謹慎原則。

2月17日的第一次鬆綁幅度較大。首次鬆綁是自2017年2月17日起，將股指期貨日內過度交易行為的監管標準從原先的10手調整為20手，套期保值交易開倉數量不受此限；二是自2017年2月17日結算時起，滬深300、上證500股指期貨非套期保值交易保證金調整為20%，中證500股指期貨非套期保值交易保證金調整為30%（三個產品套保持倉交易保證金維持20%不變）；三是自2017年2月17日起，將滬深300、上證50、中證500股指期貨平今倉交易手續費調整為成交金額的萬分之九點二。啟動後市場波瀾不驚，反映了投資者對股指期貨平穩運行的市場預期，隨後出現了2個月的連續上漲行情。

本次鬆綁同樣是維穩的關鍵時間點，反映了監管層對市場走穩的信心。第一次啟動是股指交割日，兩會前。第二次啟動同樣也是股指期貨交割日，並且也是十九大維穩的敏感點，同時，滬指處在突破3300箱頂整固的關鍵階段，監管層此時第二次啟動鬆綁，反映了對市場走穩的信心，預計下周對股指的走勢影響的程度有限。滬指突破3000-3300的箱體後，市場情緒較為活躍，但上周賣壓隨之上升。短期看，經歷一周淨空單大幅回落後，淨空單尤其是IF與IH上週四出現了急劇上升態勢，下周短期承壓，不排除去回踩3300箱頂突破的有效性，以檢驗市場突破的有效性。

大環境看，監管層致力於推動機構化主導的市場進程。鼓勵價值投資加快市場轉型，未來的行情與以前散戶主導的有本質變化，是市場走穩走好的重要因素。突破箱頂後，行情有望翻開新篇章，未來行情可能呈現三個階段。三低（低價、低估值、超跌）為第一階段，成長為第二階段，共同推升為第三階段。

風險提示：警惕市場回踩滬指3300引發的市場震動。

金融工程

中線上行趨勢延續，20日均線存在強支撐

上周市場沖高回落。板塊上看，上證50指數下跌0.68%，滬深300指數上漲0.14%，中證500指數上漲0.73%，創業板指下跌0.51%。我們前兩周指出上行趨勢不變，但須提防大盤放量滯漲風險，滬指隨後兩周震盪下行，而我們推薦的中證500指數自月初以來已經上漲2.34%。目前趨勢模型顯示市場已經進入上漲趨勢，我們給予中線看多觀點，同時認為短期的震盪調整已進入尾聲，若大盤跌破20日線，將迎來加倉良機。

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4.84%，相對前一周（3.85%）繼續上升，突破3%的閾值，市場進入上漲市，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（1.21）大幅上升，一周均值為4.02，意味著當前市場的流動性高於過去一年平均水準4.02倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先降後升，週五為0.66，相對前一周（0.69）有所下降，投資者對上證50ETF短期走勢相對樂觀。漲停板封板率全周均值為58%，賺錢效應相對前一周（62%）小幅下降。

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指數歷史表現最好，自我們月初推薦以來已經上漲2.34%。

事件驅動上，中金所9月15日公告，自2017年9月18日結算時起，滬深300和上證50股指期貨各合約交易保證金標準，由合約價值的20%調整為15%。同時，滬深300、上證50、中證500股指期貨各合約平今倉交易手續費標準由成交金額的萬分之九點二調整為成交金額的萬分之六點九。股指期貨迎來年內第二次鬆綁，第一次是在2月16日，中金所宣佈降低保證金、降低平今倉手續費，提高日內開倉手數等三項舉措。隨後一周上證綜指、滬深300、中證500、創業板指分別上漲1.60%、1.53%、2.68%和2.95%。本次調整幅度雖然有限，但釋放出了積極的信號，隨著市場的平穩運行，股指期貨進一步鬆綁的政策值得期待。

技術分析上，20日均線附近存在較強支撐。上證綜指於7月17日和8月11日兩次收盤跌破20日線後次日即迎來反彈，隨後一周分別上漲2.33%和1.88%。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

行業點評

有色金屬：碳酸鋰的供給和基本金屬的需求

板塊震盪，碳酸鋰的供給和基本金屬的需求成為市場最關注的問題：二線資源形式（鹽湖以及國內鋰雲母、鋰輝石）的出產是否會使得碳酸鋰短期過剩？8月金屬資料疲弱是否代表需求向下拐點？

整個6月份海通有色團隊親歷國內所有主流鹽湖，得到的結論是青海鹽湖提鋰技術得到突破，成本不高；但西藏的鹽湖由於作業環境惡劣，投產進展一般。我們認為青海地區在未來2-3年的主要碳酸鋰增量是察爾汗鹽湖（鹽湖股份和藏格控股控制），平均每年碳酸鋰增量在1萬噸水準。對於全球總體20萬噸級別的總體量而言，這樣的供給影響有限。

當前市場聚焦二線資源股的核心邏輯在於，龍頭品種（天齊鋰業和贛鋒鋰業）提升公允價值，任何形式的資源擁有者面對大的市場需求都能分得一杯羹。

簡單算一筆賬，按照100萬輛新能源汽車大致對應6萬噸碳酸鋰（1輛車用60公斤計算），如果最終市場發展到1000萬輛以上，屆時需要60萬噸的碳酸鋰，市場遠景需求很可觀。下游需求足夠好，造成偏緊的供需格局以及高景氣週期持續。

同樣的情況也出現在【能量五金】其他品種：鈷，稀土磁材，銅箔，硫酸鎳。龍頭天齊鋰業，贛鋒鋰業，華友鈷業，洛陽鉬業，寒銳鈷業，北方稀土，盛和資源，格林美；受益於產量增長和價格高企。而二線品種受益於公允價格提升和逐漸釋放產量：包括【科威特】組合——科達潔能、江特電機、威華股份、藏格控股和融捷股份。

此外，新能源汽車產業鏈新增標的，寧波韻升。9月15日百川磁材報價上漲15%，代表年初至今稀土價格上漲已經順利轉嫁下游（鐳鈹價格年初至今上漲83%，磁材價格上漲近30%），也體現了高端磁材的技術壁壘高；

市場目前過度關注寧波韻升業績同比下降問題，但是如果細化拆分，公司主業磁材在上半年盈利同比增長約60%，整個磁材板塊估值最低的標的。同時，從磁材漲價邏輯看，中科三環，正海磁材，銀河磁材同樣受益。

基本金屬方面，由於8月經濟資料增速低於預期，市場預期往需求疲弱方向演化。關於這個問題，我們在過往多篇週報中詳細表述了對經濟週期的看法：貨幣政策是逆經濟週期的，目前全球加息期，代表經濟實際比想像的好。無論是有政策紅利的鋁還是專注看下游需求的銅、鋅和鎳，往後看都是長牛過程。建議關注【四銅三鋅】：江西銅業，雲南銅業，紫金礦業，銅陵有色，馳宏鋅鈷，中金嶺南和西藏珠峰。

當然，短期來看，確定性最強的還是鋁：近期LME鋁注銷倉單明顯增長，代表庫存下降成為一個趨勢；而預焙陽極的價格有條不紊增長，說明整體電解鋁產業鏈的供需格局都在改善。具體到標的，【神通】組合：神火股份、索通發展。此外還有雲鋁股份，中孚實業和南山鋁業。

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：供給偏緊，甲醇價格繼續上漲

甲醇價格上漲，價差擴大。自今年8月份以來，甲醇價格持續上漲，從8月初的2256元/噸上漲至目前2756元/噸，漲幅達22.6%。與此同時，原料煤炭價格上漲幅度有限，甲醇價差從8月初的812元/噸擴大至1243元/噸，擴大幅度達53.0%。

供給端：裝置停車貨源偏緊。截至2016年底，我國甲醇產能為7477萬噸，產量為4271萬噸，目前我國甲醇對外依存度為14.44%。近期大唐多倫180萬噸、神華包頭180萬噸、國泰40萬噸等煤制甲醇裝置停車檢修，另外蒲城清潔能源180萬噸、伊東東華60萬噸、甘肅華亭60萬噸等甲醇裝置未來短期仍有檢修計畫。受甲醇裝置檢修影響，8月份我國甲醇產量為385.57萬噸，環比下降1%；9月份甲醇裝置開工率有所下滑，環比下降1.25個百分點。Wind資料顯示，8月份以來華南港口甲醇庫存持續下降，目前甲醇貨源整體偏緊，導致近期價格持續上漲。

國內甲醇下游主要用於制烯烴。今年上半年我國甲醇表觀消費量為2623.67萬噸，同比增長3.4%。甲醇下游主要用於制烯烴，占下游消費需求的54%，另外下游甲醛、二甲醚、醋酸、MTBE的消費占比分別為8%、7%、7%、8%。

需求端：8月份MTO裝置開工率提升，帶動甲醇下游需求。我國甲醇下游需求主要用於制烯烴，卓創資料顯示，8月份MTO裝置開工率為80.46%，環比增加0.86個百分點，整體負荷有所提升主要是因為興興能源69萬噸、江蘇盛虹80萬噸MTO裝置負荷提升。今年6月份以來下游聚烯烴的價差快速擴大，9月份聚丙烯-丙烯價差為2780元/噸，較6月份擴大47.5%，下游聚烯烴盈利提升使得MTO裝置整體開工率上升。MTO裝置開工率提升帶動了甲醇下游需求，在供給偏緊的背景下有助於甲醇價格繼續上漲。

重點上市公司分析：甲醇價格上漲、價差擴大，有助於提升生產企業盈利，建議關注新奧股份（具備60萬噸甲醇產能）、華魯恒升（具備170萬噸甲醇產能）、廣匯能源（具備120萬噸甲醇產能）、遠興能源（具備135萬噸甲醇產能）等。

風險提示。產品價格大幅波動等。

家用電器與器具：8月內銷增長預期內趨緩，美的表現依舊出色

產業線上發佈8月空調資料。新冷年伊始，空調內銷增速基數抬高後仍保持了較快增速。銷售903萬台（同比+37%），外銷增速維持穩定，銷售296萬台（同比+12%）。美的8月空調表現依然出色，一方面是由於去年同期“休克療法”下的低基數導致同比高增長；另一方面公司管道採取“T+3”戰略後管道對終端反應更為迅速，運營效率提升為銷售做出貢獻。

我們預計全年行業內銷出貨增長35%以上基本無懸念，重點推薦白電龍頭。美的集團長期邏輯最強，短期預期最低，估值安全有彈性，重點推薦；小天鵝A受益行業增長，份額、均價、利潤率的持續改善，預計未來五年業績均有望保持25%的複合增速；格力電器受益行業景氣，預計17年業績35+%，極具價值屬性。

風險提示：終端需求不達預期。

輕工製造：定制家居估值逐具吸引力，看好辦公文具行業格局變化帶來的成長機遇

家居：家居典型是“小週期房地產、大週期消費升級”的行業，近期受到房地產銷售資料增速下滑影響，板塊出現回檔，但從歷史經驗和成長動力來看，預計未來幾年家居龍頭依託新開店、擴品類仍能對沖房地產週期保持確定性成長，並且從中長期來看，龍頭無論在品牌、管道、供應鏈、治理結構等方面都具有明顯優勢，在品牌集中度提升以及消費升級的背景下，龍頭的成長空間依然很大，短期房地產市場的低景氣度帶來的估值優勢反而成為中長期配置的最佳時機，建議關注：歐派家居、索菲亞、大亞聖象。

從歷史經驗來看，2013-2016年房地產銷售面積從11.6億方到13.8億方，在這幾年，索菲亞營收從17億到45億，歐派家居營收從40億到71億，定制家居增速明顯高於房地產行業發展水準，具體到成長動力可以分為三個因素：開店數量、單店訂單量和客單價，我們研究了同樣受到房地產不利影響的14年，那一年索菲亞的開店數量和客單價分別增長17%和15%、單店訂單量的確受到房地產影響，僅增長1.1%，我們認為，未來家居龍頭未來仍能通過開店和客單價提升有效抵禦房地產週期實現快速增長。

中長期來看，龍頭無論在管道、供應鏈、品牌、治理結構方面都具有明顯優勢，後來者想要趕超的難度非常大，在定制家居行業還具有較大成長空間的背景下，龍頭的成長確定性最強。

造紙：春節後至今國廢、木漿漲幅分別達到58%、35%，在供需結構向好以及行業集中度持續提升的背景下，9月初至今銅板紙已提價2%、雙膠提價2%白卡紙提價3%、箱板紙提價16%，瓦楞紙提價16%，根據我們行業跟蹤，目前經銷商和下游庫存已有所上升但仍然處於可控階段，考慮到9月份逐漸進入旺季以及未來四季度可能出現的霧霾停產的影響，紙價仍然處於上漲態勢，預計單噸盈利有望繼續增加，建議關注太陽紙業。

辦公文具：近兩年政府和央企對於辦公文具陽光化、電商化、集中化採購的趨勢已經呈現，並且考慮到辦公文具行業規模在萬億級別，因此下游需求的變化必然帶來辦公文具行業競爭格局的變化以及行業集中度的提升，從業務屬性來看，辦公文具的低成本高周轉的運營屬性決定了業務模式的規模優勢以及對於企業管理能力更高要求，考慮到史泰博的歷史成長經驗，預計中國將誕生上百億級別的辦公文具龍頭，推薦晨光文具。

風險提示：原材料價格波動風險；行業競爭加劇風險。

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。