

2017年10月16日

銷售部 - 投資策略

策略

為何中小板指今年以來漲幅第一？

核心結論：①中小板指今年來漲幅已躍居第一，8月以來逐步趕超上證50，源于業績優異，三季報預告顯示淨利潤同比增速均值29.9%，漲幅居前的29個公司均值46.7%。②定向降准和貨幣供應增速顯示政策面和資金面向好，三季報預告顯示基本面平穩，6月初提出的震盪市向上波段未結束，市場穩中向好。③重視業績和估值的匹配，看好金融、消費白馬、建築，季報較優的價值成長股。

中小板指漲幅第一源于業績優異。中小板指年初至今上漲20.3%，已經超越上證50的18.6%的漲幅居各大指數榜首，這個變化自8月初以來逐漸發生，另一方面創業板指仍以-1.8%跌幅墊底，經常被市場連在一起的中小創已是分道揚鑣。中小板指領漲本質上源于業績，三季度淨利潤同比增速均值加速至29.9%。我們前期報告《盈利趨勢決定風格》等分析指出市場風格最核心的決定變數是盈利增速對比，中小板指年初至今漲幅第一也主要源于業績表現，根據三季報業績預告測算中小板指17Q3淨利累計同比高達29.9%，中小板指PE（TTM）為36.5倍。中小板指與創業板指累計淨利同比之差從16年Q1的-22.1%一路升至17年Q3的35.5%。其中，中小板指成分股裡領漲的29只個股合計三季報淨利累計同比為46.7%，這些個股領漲源于業績更優。權重股業績優從而帶動中小板指走強，這個現象與2013年創業板很像，一切源于業績。

震盪市向上波段繼續10月國慶日後第一周市場放量上漲，過去一周上證綜指、滬深300、中小板指、創業板指分別上漲1.2%、2.2%、2.9%。市場為何放量上漲，從資金面看9月底央行定向降准，9月新增人民幣貸款與廣義貨幣M2同比增速均超預期，政策面和資金面整體向好，基本面平穩，市場情緒改善，由此市場振幅向上拓寬，向上波段延續。未來關注國內金融監管和美國縮表加息。回顧2016年以來市場三次明顯的調整，都是在上證指數累積了一定漲幅之後，政策面變化引發的調整。十月政策面偏暖，市場仍處於震盪市向上的波段過程中，未來需要關注國內金融監管以及美聯儲加息縮表變化。8月18日銀監會表示“三三四”檢查工作已基本完成自查階段，並將在11月30日前完成整改和問責工作。美聯儲9月議息會議宣佈維持利率不變，並將於10月開啟漸進式被動縮表，利率期貨市場反映美聯儲12月加息概率進一步升至83%。

投資策略：以穩為進。中期觀點維持中樞抬升的震盪市格局，6月4日《再次開啟多頭思維》我們將短期觀點由謹慎轉向樂觀，提出震盪市向上波段開始，核心邏輯是資金面穩中趨好、基本面資料不差、改革推進，目前這三個邏輯並未破壞。基本面沒有明顯惡化的情景下，市場振幅更可能向上拓寬，後續則需關注國內金融監管動向及美聯儲縮表加息進展。重視業績和估值的匹配，看好金融、消費白馬、建築，及績優價值成長股。多個行業輪漲一遍後，金融、消費白馬的估值業績匹配度更優，而且定向降准更利好金融，銀行受益於信貸規模增長，券商受益於市場情緒提升。消費中家電、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，仍可關注建築板塊，此外結合三季報關注績優價值成長股。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。

行業點評

煤炭：2017年三季報前瞻：業績環比改善，估值修復繼續

前三季度煤價同比上漲50%~100%，Q3環比顯著改善，焦炭價格表現搶眼。三季度煤炭價格環比整體呈上漲趨勢，無煙煤及動力煤價格漲幅較大，港口漲幅大於產地。其中動力煤產地價格較二季度上漲2%~5%，山西及陝西地區漲幅較大；主焦煤價格環比二季度上漲顯著，其他焦煤價格環比基本持平，河北地區出現小幅下滑。前三季度同比來看，各煤種價格平均約有50%~100%的增長，其中焦煤價格漲幅最大，同比價格均有1倍以上漲幅。焦炭方面，三季度價格表現強於焦煤，環比大幅上漲逾12%，同比上漲近70%。前三季度焦炭均價同比上漲93%。

我們估算，前三季度歸母淨利潤同比增長2.7倍，Q3單季環比上升10%~20%。今年以來，受全國大範圍環保及安全檢查影響，主流公司產量並未顯著釋放，Q3單季大部分維持上半年季度平均水準，Q3動力煤及焦煤價格環比Q2分別有7%和3%的上漲，同時成本端小幅上升，預計大部分公司Q3歸母淨利潤環比增長，焦煤公司歸母淨利潤漲幅偏大。根據我們測算，主流公司Q3歸母淨利潤環比上漲10%~20%，其中動力煤公司歸母淨利潤平均上漲12%左右，焦煤公司上漲18%左右。同比來看，主流公司歸母淨利潤同比增長近2.7倍，焦煤公司歸母淨利潤同比增幅較大。若按三季報年化估值，在21家樣本上市公司中，約40%的公司2017年PE估值修復至10x以內，其中動力煤4家，焦煤4家。

四季度展望：動力煤價格平穩，焦煤或承壓。2017年以來，行業供需持續處於緊平衡狀態，邊際變化將顯著影響價格波動。我們認為，中期看，供給勢必走向寬鬆：1) 確認核准置換的4.4億噸產能陸續投產；2) 年度去產能目標逐漸下降；3) 允許優質煤礦核增產能。需求端，四季度鋼鐵、焦炭限產，以及下游的部分產業也有限產的可能，整體需求有下降壓力，焦煤價格承壓。動力煤旺季要11-12月到來，近期安監力度加大，淡季但供需仍然偏緊，未來可能發生供給需求都擴張的局面。我們預計四季度動力煤價或平穩，均價較三季度上漲3%~5%，下半年均價較上半年或上漲7%左右。焦煤價格受需求下滑壓制，下半年均價或較上半年持平。焦炭方面，若限產嚴格執行，下半年均價有望上漲10%左右，焦炭焦煤價差有望拉大。預計2017年動力煤均價或在630元/噸左右，較2016年上漲約30%，焦煤價格較2016年上漲約50~60%。

投資策略：未來焦煤、焦炭、動力煤限產減產安檢仍是趨勢，我們認為需求確實有不確定性，但目前尚難確定方向和時間，在期貨已經有較大跌幅的情況下，建議關注焦炭、動力煤和焦煤公司：露天煤業，山西焦化，陝西黑貓，開灤股份，潞安環能，平煤股份，冀中能源，山煤國際，陽泉煤業，上海能源，中煤能源，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：煤炭監管政策放鬆，供需缺口再次逆轉，進口大幅波動。

農業：農業行業2017年三季報前瞻：延續中報趨勢，畜禽盈利全面下滑

剔除溫氏股份，海通農業重點公司2017年三季報業績增速在-10%左右。67家農業公司中已有43家發佈2017年三季度業績預告，預告中值之和為129.18億元，同比下降36%。同時，我們對海通農業重點關注的33家公司進行了盈利預測，這33家公司盈利增速為-33%，剔除溫氏股份後則為-10%。根據我們預測，業績同比下滑的有19家公司，主要集中在畜禽養殖板塊。業績同比增長的有14家公司，集中在飼料、制糖板塊。

延續中報趨勢，畜禽盈利全面下滑。豬價、雞價的持續低迷導致畜禽養殖板塊業績同比大幅下降。而前三季度食糖均價同比上漲近20%，使得制糖板塊業績顯著增長。其他如飼料、種子、疫苗等板塊業績表現繼續分化。

畜養殖：今年一季度生豬均價達17元/公斤以上，但二、三季度大幅下滑，生豬養殖利潤大幅縮窄，導致前三季度多數企業業績下滑，如溫氏股份、正邦科技、天邦股份、雛鷹農牧下滑幅度預計分別在61%、54%、33%、8%。牧原股份由於前三季度出欄量同比增長150%以上，預計增幅在5%左右。

禽養殖：前三季度父母代雞苗均價為23.8元/套，商品代雞苗均價1.4元/羽，雞肉均價9.2元/公斤。整體看，三季度相比上半年價格有所回暖，但同比去年仍舊較弱，前三季度預計禽養殖企業業績大幅下滑，我們預計益生股份、民和股份、聖農發展、仙壇股份業績下滑幅度分別在-130%、-216%、-81%、-60%。

飼料：今年初以來，飼料企業銷量增長明顯，預計前三季度海大集團、大北農、唐人神業績增速分別在34%、43%、56%，通威股份由於光伏業務全面並表，預計增速在64%。新希望由於種禽業務虧損以及屠宰業務盈利下降，預計業績下滑15%左右，禾豐牧業、金新農預計也有20%左右下滑。

疫苗：我們預計疫苗企業前三季度業績同比增速和中報增速基本持平。其中生物股份受益客戶規模擴張，預計增速在40%左右，海利生物由於口蹄疫市場苗上市，預計增速提升至15%左右，普萊柯繼續受豬瘟、藍耳取消招采影響，加上去年獲得補貼較多導致基數較高，預計三季報業績下滑40%左右。中牧股份也受到招標政策變化的影響，預計三季報繼續下滑10%。

種子：種子的銷售主要集中在四季度和次年一季度，三季度確認收入較少。預計前三季度盈利表現與上半年一致。受玉米種植面積調減影響，玉米種子龍頭登海種業前三季度淨利潤預計大幅下滑45%左右。而水稻龍頭隆平高科受益優勢品種放量，預計增幅在70%左右。

制糖：年初以來國內糖價持續高位運行，前三季度現貨均價達6693元/噸，同比上漲20%。制糖企業中糧糖業、南寧糖業業績大幅好轉，預計中糧糖業利潤增幅54%，南寧糖業大幅減虧。

風險提示。農產品價格大幅下滑；自然災害。

石油化工：9月成品油出口環比減少17%——9月原油成品油進出口資料分析

上周海關公佈9月進出口資料。9月，布倫特原油月度均價為55.38美元/桶，環比上漲3.37美元/桶（+6.5%）；我國原油進口量為3701萬噸，同比+12.0%，環比+8.9%；進口均價為50.01美元/桶，環比上漲2.90美元/桶；成品油出口量382萬噸，同比-11.2%，環比-17.0%，成品油出口量減少；成品油進口量230萬噸，淨出口152萬噸。

2017年成品油出口配額減少，國內市場競爭激烈。根據金聯創資料，近期2017年第四批成品油一般貿易出口配額和加工貿易出口配額下發；其中，本次一般貿易配額累計338.6萬噸，加工貿易出口配額累計164.4萬噸。截止目前，商務部已經累計下發8批成品油出口配額，共3803萬噸，較去年累計下發配額減少704.5萬噸，跌幅15.6%；其中加工貿易四批，配額共計2643.9萬噸，一般貿易四批，共計1159.1萬噸。而與此同時，2017年1-9月成品油出口量同比增長7.7%。在此背景下，若全年出口配額不再新增，四季度成品油出口受配額影響或將受到限制，出口受阻將使國內成品油市場競爭加劇。

山東地煉集團成立，主營煉廠的競爭優勢將得到鞏固和增強。隨著國內原油進口權和進口原油使用權放開，地方煉廠近兩年得到快速發展。在地煉低成本的衝擊下，國內成品油市場競爭激烈，尤其是批發市場利潤波動較大，國內主營單位在銷售指標考核的壓力下，往往跟隨地煉壓低批發價以完成每年銷售任務，批發利潤大幅降低。山東地煉成立煉化集團有助於整合地煉資源，提升行業集中度，在地煉監管趨嚴的背景下有助於規範行業發展，淘汰落後產能，中石油、中石化等主營煉廠競爭優勢有望得到鞏固和增強。

投資建議。建議關注主營煉廠中國石化、上海石化、華錦股份、中國石油及中石化旗下成品油零售企業泰山石油；此外，大型民營煉化企業擁有資源及成本優勢，有望在行業洗牌及集中度提升過程中受益，建議關注在建大型煉化專案的民營煉化龍頭桐昆股份、榮盛石化、恒逸石化、恒力股份等。

風險提示：原油價格大幅波動，產品價格大幅波動。

家用電器：家電行業2017三季報前瞻：整體業績向好預期不變，龍頭確定性更強

家電版塊前期原材料、匯率及地產三大壓力點出現邊際改善，市場慢牛風格下價值屬性備受偏愛，疊加估值切換行情帶動版塊再創新高。展望三季度業績，我們認為行業龍頭更為受益於行業高景氣度，強議價能力、費用管控能力及外匯對沖手段保證了收入及利潤的高速增長，盈利穩定性及業績確定性強。綜上，板塊整體安全邊際仍高，預計空調行業高景氣度支撐版塊整體業績向好預期不變，成本及匯率壓力下一線龍頭保持穩健增長確定性更強。

在年底估值切換背景下，我們堅定推薦安全邊際高，仍有估值切換空間的白電龍頭，首推美的集團、小天鵝A、格力電器。我們認為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，我們判斷公司未來三年保持25%以上增速確定性高，對應18年估值15倍；；格力電器受益行業景氣，預計17年業績35+%確定性高，18年估值不到10倍，股息率近7%，極具價值屬性。

風險提示：終端需求不及預期，原材料價格波動。

鋼鐵：限產和需求助長上周鋼價反彈

上周最後兩天，期螺從底部漲價300多元，主要受益限產和需求以及經濟資料。

限產提前。武安限產提前至10月1日，限產力度按高爐計算，其中4家限產55%，其餘限產50%，時間提前、力度加大、限產期擴大為6個月。唐山提前至10月12日，執行燒結球團50%限產。石家莊宜昌一策，預計其他地區也將陸續進入限產期。提前限產且力度有擴大趨勢是對市場最強的支持。

需求雖然仍處於下行階段，但資料顯示短期仍有較強支撐。9月產量從目前資料看仍維持高位，但淨出口減少138萬噸，但整個9月份社會鋼材庫存走平，顯示9月需求不錯。10月份庫存增幅較快，但從歷史資料顯示10月需求相對9月甚至更高，因此我們預計短期無憂。上周披露的信貸資料也在一定程度上給了市場短期信心。

盈利能力仍將在相對高位徘徊。前期雖然期貨下跌較多，但現貨回檔幅度較小，且盈利能力仍維持在較高位置，主要是原料下跌補償了鋼價下跌。目前政策干擾太多，但從大數看，如果嚴格限產限需，預計短期內供需不會明顯失衡，盈利仍能相對高位徘徊一段時間。

關注板材類公司。製造業活動季節性因素本來較小，限制工地活動對製造業用鋼的影響小於對建材的影響。另外，預計限產可能對板材影響更大。

風險提示。行業波動性仍存；政策風險。

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。