

2017年11月24日

銷售部 - 投資策略

策略

短期調整進入路程中段

定性：階段性的回檔。11月23日上證綜指跌2.3%，創業板指跌3.3%，這是10月底以來市場調整的延續和發酵。這輪回檔性質類似16年4-6月、16年12月-17年1月，17年4-5月，誘導因素是業績空窗期，國債利率領頭上升，疊加年底機構交易性行為擾動。詳見10月29日《短期警惕兩大擾動因素》，11月19日《二八分化的調整又來了》。

進程：進入調整路程的中段。10月底到上周是回檔早期，僅國債利率上行，高估值的績差股下跌、績優白馬股仍然上漲。上周至今進入回檔中期，信用債利率上行加快，白馬股也開始回檔，消化估值和漲幅。預計後期可能會出現錯殺，調整結束信號需跟蹤利率和政策面。

策略：耐得住，等得起。2016年1月底上證綜指2638點時提出熊市結束，盈利增長推動市場中樞抬升，展望未來，盈利回升的中期趨勢未變，加之國內外機構投資者陸續入場，我們對市場中期趨勢依舊樂觀。短期國內海擾動未消退，繼續跟蹤政策面動向，比如12月中的中央經濟工作會議。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

金融工程

宏觀對沖研究—全球宏觀對沖策略基礎

宏觀對沖策略是指利用宏觀經濟的基本原理來預測金融資產價格走勢，在全球範圍內對股票、貨幣、利率、商品進行做多與做空的杠桿交易以獲取絕對收益。

宏觀對沖策略標的覆蓋外匯、股票、固定收益、大宗商品等多種資產。預測匯率走勢可以從基本面和技術面兩個角度出發，其中基本面分析側重於觀察各國股票市場表現、信貸、經常帳戶、交易夥伴經濟狀況、直接出口、絕對和相對購買力平價等指標。宏觀對沖策略通常採用自上而下的方法分析股票，先挑選股市表現優異的國家，然後從中選出最好的公司。常用的分析指標包括P/B、P/E、商品價格、PMI、幹散貨指數、消費者信心指數、澳元波動率等。對固定收益類產品進行宏觀研究的核心是利率期限結構和信用風險，而對大宗商品進行宏觀研究的核心是分析供給和需求。

宏觀對沖策略的技術分析方法多種多樣，常用的方法包括CFTC持倉量變化、季節性效應、週期理論、行為金融學和事件回測查詢等等。實證發現，我國股票和商品市場都有明顯的季節效應。滬深300指數在2月的上漲概率為77%，漲幅均值和中位數分別3.31%和4.03%，而在農曆春節前後，上漲概率更是高達90%；對於黃金期貨來說，2月上漲概率為80%，漲幅中位數為3.71%，而3月上漲概率為0，漲幅中位數為-1.43%。12月歷史表現較好的期貨品種為橡膠，上漲概率為83%，漲幅中位數為6.72%，螺紋鋼表現緊隨其後，上漲概率和漲幅中位數分別為75%和3.04%。

倉位管理和壓力測試是宏觀對沖策略中常用的風險管理方法。倉位管理是指根據波動率來調整頭寸的大小，這從海龜交易法則中發展而來，目的是讓資產1個單位波動不超過帳戶淨值的1%。壓力測試用來檢驗最壞情景下的可能損失，即考察在歷史上的“黑天鵝”事件發生時投資組合的表現。

風險提示。市場系統性風險、模型失效風險、海外與國內市場結構差異風險。

行業點評

新能源板塊：光伏行業估值中樞有望提升

光伏週期性收斂，成長性顯現。（1）我們認為16年之前行業需求受政策影響極大，波動性、季節性凸顯，導致了業績成長的持續性偏差；（2）棄光、補貼拖欠等問題影響了行業盈利品質。

但是我們認為行業在17年出現了明顯變化，那就是分散式大發展，市場由政策單要素驅動力，向政策+市場雙要素驅動轉換；最終結果就是需求的波動收斂、季節性削弱；2017年上半年裝機量就達24GW、前三季度裝機43GW，預計全年裝機量約50GW，週期性削弱、成長性開始顯現。

平價上網或比預期的快。根據能源局規劃，2020年光伏行業將實現用戶側平價上網，根據我們測算，目前光伏度電成本約為0.6-0.7元/度，在部分地區、部分領域已經實現使用者側平價；根據我們假設條件，假設2020年N型單晶元件價格2.3元/W（同期多晶元件價格2.0元/W，相當於3年下降30%，相比過去元件成本下降速度較平穩），轉換效率提升至24.5%，較目前19-20%可提升20%左右功率，按此比例估算BOS成本攤銷降低，預計BOS成本可下降至2.2元/W；按照30%自有資金估算，2020年度電成本有望下降至0.4元/度電左右，用戶側平價已提前實現，甚至部分地區已實現發電側平價。

投資策略。光伏18年投資兩大主線，一是製造端-高效產品，這一環節的核心是看平價上網，而高效產品意味著差異化加大、集中度提升；關注林洋能源（N型電池新貴，新產品廣受好評），中來股份（N型電池新貴，定增獲批）；隆基股份（矽片環節格局最佳、優勢最大，新產品注入新動力）；通威股份（成本最優、綜合實力優秀的多晶矽、電池龍頭）等；第二條主線是運營端的戶用分散式，相關標的：正泰電器（戶用分散式）、陽光電源（戶用分散式）、林洋能源（受益電力市場化）等；風電關注金風科技，我們認為經歷2年整合期後，18-19年風電行業迎來復蘇期，龍頭企業有望面臨盈利與估值雙升局面。

風險提示：政策不達預期；行業競爭加劇；行業過度擴產；產品價格波動。

傳媒：遊戲行業需求仍然旺盛

網易“吃雞”遊戲登頂多國免費榜榜首，帶來國內優質遊戲的歐美領域出海機會。近期，網易吃雞遊戲的海外版《Rules of Survival》在歐美多國表現亮眼，國內遊戲大廠海外發行迎來新機遇。國內龍頭遊戲廠商的內容研發實力已經獲得了國外玩家的認可，未來我們認為網易、騰訊等遊戲大廠更多符合全球玩家產品的海外發行，有望使遊戲出海在用戶付費率更高的歐美市場更上一層樓。

從整體上看：遊戲行業需求仍然旺盛，而板塊整體估值低，許多白馬公司17年動態PE不到30倍，建議重點關注。

推薦：寶通科技、中文傳媒、三七互娛、遊族網路、完美世界。

影視板塊：板塊今年來整體估值回落明顯，而行業景氣度依舊，建議長期關注。目前傳媒板塊低位，關注龍頭低估值，特別是估值特別低的優秀影視龍頭；個股：光線傳媒和唐德影視。

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。

建築工程：公裝行業需求逐步好轉

2013年以來公裝行業需求低迷，尤其是五星級酒店裝修市場萎縮明顯，但2016年以來行業發生四大變化：一是中高端酒店興起，使得中高端酒店需求趨穩，大幅下滑階段已經過去；二是政府財政實力和投資意願增強；三是住宅整體精裝修政策推動；四是經歷行業洗牌，行業集中度加速提升。4Q16-3Q17金螳螂新簽訂單分別為56億元、70.8億元、80億元、82億元，其中公裝分別為32億元、44億元、57億元、53億元；亞廈新簽訂單分別為11億元、9億元、30億元、30億元，其中公裝分別為2.64億元、6.53億元、23.6億元、21.7億元（需要注意這裡的公裝不包含住宅整體精裝修），從訂單角度看，2017年二季度開始公裝行業需求有所好轉。基於此，我們認為金螳螂、亞廈股份、廣田集團、奇信股份等行業領先企業的投資機會值得關注。

風險提示：訂單推遲風險、回款風險、經濟下滑風險。

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。