

2017年11月27日

銷售部 - 投資策略

策略

耐得住，等得起

核心結論：①最近一周A股繼續下跌，這是10月底以來市場調整的發酵，性質類似於16年4-6月、16年12月-17年1月、17年4-5月。②利率上行已經從國債擴散到信用債，股市回檔從高估績差股蔓延到績優白馬股，調整進入路程中段，後期可能出現情緒惡化的錯殺。③維持10月底觀點，短期謹慎、耐得住抄底衝動，中期樂觀、等得起未來機會。繼續跟蹤政策面動向，比如12月中央經濟工作會議。

市場進入調整路程的中段。①白馬股回檔，市場進入調整路程的中段。過去一周市場繼續下跌，其中23日大幅回檔，我們認為上周市場表現是10月底以來調整的延續和發酵，十年期國債利率維持高位的同時，信用債利率加速上行，信用利差也大幅飆升，市場情緒惡化傳染導致白馬股也開始回檔消化估值和漲幅。根據以往經驗，情緒的惡化和蔓延，市場調整後期可能會出現錯殺。②回檔源于業績空窗期，國債利率上升疊加年底機構交易性行為擾動。從國內看，對金融監管的擔憂引致10月以來債市持續下跌，目前債市還未看到企穩回升跡象。從海外看，美聯儲10月已啟動縮表進程，貨幣政策趨緊下，海外股市11月以來整體處於下跌調整中。11月以來陸港通北上資金較6-10月大幅降低，持倉結構整體上調出估值相對偏高的白酒、電子，調入偏低的金融、通信。

波折仍將持續，跟蹤利率和政策面。①參考震盪市回檔時間與空間，短期波折仍將持續。前期《短期警惕兩大擾動因素》等報告，我們一直將這輪回檔性質類比為16年4-6月、16年12月-17年1月、17年4-5月，均是市場累積一定漲幅後，政策面有微妙變化進而引致市場階段性回檔。本輪回檔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。這一次，以10月底計算，至今上證綜指最大跌幅3.5%，歷時不到一個月。②調整結束信號需跟蹤利率和政策面。16年1月底以來三次震盪市回檔均是利率或政策面回暖後迎來雨後彩虹。未來仍需跟蹤利率和政策面變化，12月中旬將召開中央經濟工作會議，屆時可就明年經濟政策做大致判斷，同時段美國加息靴子也有望落地。

應對策略：耐得住，等得起。①短期繼續謹慎，耐得住，中期保持樂觀，等得起。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，市場有望從類似春天的強震盪，逐步走向類似初夏的慢牛。短期繼續謹慎，國內國債利率上升之後，信用債利率也在上升，市場情緒惡化傳染引致白馬股回檔，海內外擾動未消退，未來繼續跟蹤政策面的動向。②波折期估值盈利匹配是王道，中期龍頭效應不變，佈局新時代新產業。上證50、中證100估值盈利匹配度適中跌幅較小，估值較盈利偏高的創業板指、中證1000跌幅更大。前期強勢板塊也出現分化，估值較盈利已無明顯優勢的白酒、電子板塊本周分別下跌8.1%、3.6%，估值仍處相對低位的銀行板塊本周上漲3%。著眼中期風格，未來業績的差異會使得個股出現分化，整體龍頭效應不變。著眼中期產業佈局，滿足人民美好生活需要的行業必然成為新時代主導產業，如先進製造（自動化、資訊化）、新興消費（品牌化、服務化）。

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。

行業點評

石油天然氣：民營大煉化項目關注度明顯提升

隨著民營大煉化項目投產的臨近，近期市場對PTA-滌綸產業鏈公司關注度持續提升，我們對煉化項目分別在樂觀、中性、悲觀三種情況進行測算，在此基礎上可以對幾家上市公司市值進行重估。

PTA-滌綸龍頭民營企業進軍大煉化。為解決上游PX等原料問題，完善產業鏈配套，近年來榮盛、桐昆、恒逸、恒力、盛虹幾大PTA-滌綸產業鏈龍頭企業紛紛進軍上游煉化領域，打造千萬噸級大型煉化一體化項目。預計項目均在2018年底-2019年期間投產，目前項目進入關鍵時期。

煉化專案有望成為新的利潤增長點，提升民營企業業績。我們以鎮海煉化作為對標，對幾大煉化項目盈利進行測算。鎮海煉化2016年淨利潤約為135億元左右，按照原油加工能力換算，浙石化、恒力煉化、盛虹、汶萊項目的標準利潤分別為117億元、117億元、94億元和47億元。考慮到2016年為煉化景氣高點，我們假設項目在2018年底建成，2019年專案盈利情況在樂觀、中性、悲觀三種情況分別達到16年利潤的85%、60%和35%。通過測算，在中性情況下，浙石化、恒力煉化和汶萊項目2019年分別能實現盈利70億元、70億元和28億元，分別增厚榮盛石化、桐昆股份、恒逸石化、恒力股份（假設項目完成注入）業績36億元、14億元、20億元和70億元。

PTA-滌綸產業鏈供需有望持續改善，行業維持高景氣。2016年國內PTA總產能4909萬噸，除去長期關停產能743.5萬噸外，PTA有效產能僅4165.5萬噸，行業有效供給收縮。目前華彬、翔鷺陸續複產，除桐昆股份二期裝置尚未投產外，2018-2019年PTA新增產能投放較少，滌綸長絲預計每年新增產能約200萬噸（5%左右增速），下游紡織服裝有望維持6%-7%的需求增速，PTA-滌綸產業鏈供需有望持續改善。

投資建議：根據我們的測算，以鎮海煉化作為對標，按照悲觀情況下進行市值重估，相比目前市值桐昆股份依然具備一定空間（5%左右）；若按照中性情況桐昆股份、榮盛石化、恒逸石化分別約有30%、10%、10%市值空間。建議重點關注佈局大煉化項目的PTA-滌綸龍頭企業桐昆股份、榮盛石化、恒逸石化、恒力股份。

風險提示：煉化項目進展、盈利不及預期；PTA-滌綸景氣下行。

煤炭：悲觀預期修正，煤炭行情開啟

- 1、最後一個基本面利空消失：電廠動力煤庫存上漲1個月多，上周是第二周下降，前一周週末南方普遍降溫。旺季漲價，淡季跌價的行情或又將上演。
- 2、鋼鐵庫存持續下降，焦炭庫存下降，電解鋁庫存下降。上周焦化廠產能利用率繼續下降，11月15日鋼廠整體進入取暖季限產以後，焦煤焦炭的需求下跌，但庫存並未上漲。
- 3、煤炭的投資邏輯已經是看長期穩定均衡的收益，好的盈利穩定性和持續性應該對應更高的煤炭股估值。
- 4、11月5日，我們在《動力煤價淡季下跌，期待旺季改善》指出：“近兩周焦煤庫存下降，供需有好轉跡象，市場對週期仍非常悲觀，在股價和期貨已經有較大跌幅的情況下，未來改善的可能仍存在，近期動力煤價小幅下跌屬於正常的淡季現象，繼續下跌可以為未來的上漲留下空間”。推薦天驕路組合（露天煤業，陝西黑貓，山西焦化，潞安環能）+神火股份+陝西煤業。

風險提示：政策限產恢復和需求恢復時間不確定。

有色金屬：週期反彈下的彈性標的

國內電解鋁現貨庫存於11月23日下降，限產季庫存下降成為很好提振催化劑。對於整體行情持續性問題，我們預計金屬價格在未來幾個季度保持同比大增，而企業資產負債表在一年多修復後，利潤釋放會進入加速期；這些都是接下來板塊繼續反彈的動力。

就彈性品種上，選擇龍頭：

銅：江西銅業，紫金礦業，洛陽鉬業。

鋁：雲鋁股份，神火股份，南山鋁業。

鋅：盛屯礦業，興業礦業。

鋰：贛鋒鋰業，天齊鋰業。

鈷：華友鈷業，寒銳鈷業

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。

合規提示：根據公司2017年三季報披露，海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【600711盛屯礦業】超過總股本1%。

建築材料：PPP新階段的四大特徵

近期一系列PPP規範類政策檔出臺，我們認為2018年PPP將進入“新階段”，主要具備以下特徵：1) PPP中運營類占提高。政府對PPP的監管從前期的注重短期效應已經向注重中長期效應轉變，比如在規範PPP專案庫中，明確規定“僅涉及工程建設，無運營內容的”、“專案建設成本不參與績效考核，或實際與績效考核結果掛鉤部分占比不足30%，固化政府支出責任的”等都不准入庫。“運營”是PPP模式提高公共服務供給品質和效率的主要方式，符合“新發展理念”。2) 同股同權，增信規範。PPP與BT模式的最本質區別是股權和債權，未來無論是政府方，還是社會資本方，在項目貸款增信方面都將越加規範。3) 杠桿率下降。在以往實踐中，部分PPP專案通過資管計畫、信託、產業基金等方式，放大杠桿，存在隱性債務風險。在一行三會一局出臺“資管新規”監管要求下，加強資本金穿透成為趨勢，社會資本通過主體借貸方式在內的自有資金投入項目資本金可能成為主流方式（這就納入了社會資本主體的負債率指標），PPP整體杠桿率有可能下降。4) 會計核算將越加規範。我們從國資委通知中可以看出PPP會計核算的未來趨勢，目前各家公司的PPP會計核算標準不統一，比如是否對專案進行合併報表、PPP專案收益和減值的核算等，這給行業研究、監管等帶來不少的困擾，未來將統一、並且規範。我們認為經過規範化後PPP將進入規範、有序發展的新階段。PPP項目融資是PPP公司業績高增長持續關鍵，隨著新年度信貸融資額度釋放和PPP專案規範化，明年融資問題有望改善，從中長期看，PPP市場空間依然持續擴大，具備較強運營能力的企業市場份額有望提升，因此我們認為PPP龍頭投資機會值得關注。另外公裝需求復蘇疊加家裝模式逐步成熟後，裝飾行業投資機會值得重點關注。建築央企受益集中度提升邏輯未變，中長期業績中樞上行，靜待政策或其他催化。

租賃時代是家裝行業發展的歷史性機遇，同時公裝行業需求復蘇，關注家裝龍頭股；PPP規範化後將進入新階段，具備較強運營能力的公司市場份額將提升，除此之外關注景氣度超預期的路橋板塊和長期受益集中度提升的大建築央企，建議重點關注金螳螂、東易日盛、鐵漢生態、中國建築、葛洲壩、蘇交科、江山化工。

風險提示：訂單推遲風險、回款風險、經濟下滑風險。

商業貿易：再談談超市的投資機會

新零售超市佈局更受青睞：①高鑫零售11月20日公告阿裡入股36%，是繼阿裡投資盒馬、參股聯華三江和擬參股新華都後的再一次重磅超市佈局；②亞馬遜收購全食，京東參股永輝/天天果園/錢大媽，無人便利店/社區生鮮店等創新業態不斷湧現；③猩便利、生鮮傳奇、果小美等在一級市場上紛紛獲得融資。

主要邏輯：①長期趨勢：超市線上線下互補性強，新零售融合與賦能，優化成本、效率與體驗效果最佳，成為並購整合的高發地、業態創新與技術應用的試驗場、以及資本追逐的領域；②基本面基礎：內資超市經生鮮加強、品質升級、業態組合、線上融合、機制優化等變革轉型後再獲相對競爭優勢，復蘇成長拐點出現；③業績與收益彈性：2018年通脹預期走高，超市有望受益。

投資推薦：①看好超市投資機會：首選價值成長的永輝超市、有望擴張提速的家家悅、業績彈性改善的步步高，關注中百集團、紅旗連鎖等；②龍頭：永輝超市、蘇甯雲商（基本面無憂，下跌顯投資機會）；③復蘇：王府井、通靈珠寶、天虹股份；④國改：百聯股份、合肥百貨、中百集團等。精選標的：蘇甯雲商、家家悅、王府井。

風險提示：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革慢於預期；轉型進程的不確定性。

資訊服務：企業級服務的2018年

釘釘發力硬體，開篇4.0智慧化企業場景

11月19日，釘釘舉辦了主題為“智聯未來”的2017秋季戰略發佈會。釘釘正式上線於2015年，過去三年時間，隨著1.0、2.0、3.0版本的推出，釘釘從軟體的角度上已經將OA帶入到移動互聯網時代，截至2017年10月，釘釘的企業組織數量達到了500萬，成為全球最大的企業移動溝通協同平臺。在進入4.0版本之際，釘釘除了繼續拓展升級軟體功能之外，更值得注意的是公司推出了企業辦公場景下的硬體產品，以場景為出發點來打造企業級產品“軟硬一體化”的融合方案。

這次在釘釘構建的4.0智慧化企業場景中，一共發佈了三款硬體新品：分別是M2智慧前臺，Focus投影系列和C1路由器。對於釘釘來說，智慧化硬體+軟體結合的戰略，首先從長期來看，是對辦公場景下的產品生態圈的完善。端的技术提升，疊加資料的即時性，使得對話式的交互、多種設備同步成為可能，提升應用場景下的用戶體驗。其次，從短期來看，配套硬體銷售也是針對SaaS模式，實現商業變現途徑的一種嘗試，同時通過硬體也有助於提高使用者忠實度，加快軟體的反覆運算，優化解決方案，從而解決SaaS模式的痛點。

企業級服務的2018年

縱觀全球市場，美國從七十年代開始發展互聯網，到現在已成就了企業資訊化領域如IBM、salesforce等累計幾十萬億美元市值的公司，企業互聯網佔據了較大比重。而在中國，目前互聯網仍是個人市場為主導，絕大

多數企業依然處在紙質辦公時代，只有少數的頂尖企業實現了高資訊化。而在當下雲和智慧化時代，傳統辦公模式下的效率受到極大挑戰，傳統中小企業務必將面臨轉型，從而給企業級服務市場帶來了巨大機會。根據海比研究預測，2017年中國移動辦公市場規模達到194億元左右。自釘釘、企業微信進入，泛微上市之後，互聯網巨頭紛紛殺入市場：美團推出了大象、京東推出了小易、蘇寧推出了豆芽，整個移動辦公市場的競爭形勢將面臨巨大變化。2018年是企業級服務重要的一年，行業需求增加同時資本輸入的減少，SaaS廠商的戰略發展路徑和商業模式將逐漸成熟，為避免產品同質化競爭的趨勢，場景下定制化是企業級服務2018年競爭的關鍵點所在，行業化、智慧化、生態化將是企業獲得差異化競爭的三個重要方向。

11月投資組合

海康威視、大華股份、中科曙光、四維圖新、啟明星辰。

風險提示：企業移動資訊化低於預期，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。