

宏觀

財政收入大跌，支出再創新低

①財政收入增速大跌。11月財政收入同比增速大跌至-1.4%，財政收入年內首次出現下降，其中中央（1.1%）繼續下滑，地方（-3.8%）由正轉負。稅收收入增速下降至2.6%，非稅收入增速降幅收窄至-12.9%。財政收入增速大跌主因非稅收入前期基數較高，採暖季限產擠壓企業利潤以及房市地市冷清帶動相關稅收下滑。②分項收入全面下滑。1-11月主要收入項目中，增值稅增速下降，受營改增政策性減稅影響，改征增值稅下降較快；消費稅增速繼續下滑；企業和個人所得稅增速微降；進口貨物增值稅、消費稅增速微幅下滑；土地和房產相關稅收增速多數下跌，主因房市地市銷售低迷。③財政支出增速再降。11月財政支出同比增速再創年內新低至-9.1%，其中中央（8.7%）回升明顯，地方（-11.6%）跌幅擴大。下半年以來財政支出增速迭創新低，主因前期預算支出落實增多，支出進度明顯加快，年末支出空間不大，並且也有去年同期高基數影響。④債務付息繼續領跑。1-11月各項分項支出中，債務付息（27%）增速領跑，較10月基本持平。節能（16.7%）、社保就業（15.7%）增速較高、緊隨其後，但均較10月有所回落。⑤基金收入仍處高位。1-11月政府性基金收入同比增速30.1%，較前10月略有下降，但仍處高位，其中土地出讓收入增速略降至35.3%。⑥財政收支雙雙轉弱。財政收入增速自9月開始逐月下滑，財政支出增速自6月頂點也一路下降，財政收支雙雙轉弱，過去的強刺激財政轉向注重配合供給側改革的結構性調整，18年經濟增速目標或被繼續淡化，經濟從投資驅動模式向創新驅動模式轉型。

策略

期貨策略：商品有望重回上升軌道，預期股指重心仍將上移

股市期市聯動加強。過去的兩年是供給側改革關鍵的兩年，催生了大宗商品牛市行情，同時也是股市異常波動後，投資回歸價值，股指重心不斷上移的兩年。商品行情起步於2015年年底，美聯儲首次加息，國內供給側改革首次提出助推了商品牛熊轉換；股市方面，615異常波動作為分水嶺，題材股崩潰，龍頭價值股崛起，市場在公募抱團，私募分化，場外資金冷靜的背景下，一九現象特徵明顯，市場風格發生轉換。

全球經濟同步復蘇，國內經濟穩中向好。全球經濟同步進入新一輪增長週期。國內外經濟復蘇與企穩，尤其是十九大仍把供給側改革作為未來5年經濟的主攻方向，將助推商品持續走強。隨著棚改貨幣化住房與租賃房建設的啟動，美麗中國的基建需求上升，彌補了房地產銷售的回落，穩定了鋼材需求。而有色金屬借助一帶一路、美國基礎設施升級以及國內汽車以及新能源的高速發展，仍有走強基礎。隨著2018春季旺季的來臨以及通脹預期的回歸，商品重回上升軌道是大概率事件。

鋼市：高景氣仍將延續，產業鏈利潤或將重新分配。近期高爐開工率有所下滑。且鋼材社會庫存連續回落，滬市線螺採購維持高位，上游焦炭鐵礦石短期存在反彈動力。2018年隨著上游成本上升，鋼市利潤有望在煤焦鋼產業鏈重新分配，但鋼價有望維持強勢，高景氣度仍將維持。

銅市：受益於全球經濟復蘇，中長期仍有上行空間。全球範圍內，需求整體或仍以較低的速度增長；但是從供應的角度來，2021年之前，銅供應增速均相對可控，供應釋放有序，銅在全球經濟復蘇與中國經濟企穩，長期看好的邏輯基礎仍然存在，預計2018年總體偏強。

鋁市：產品轉型助推高端需求上升。採暖季停工影響鋁產量110萬噸左右，考慮到鋁合金的廣泛替代作用與高端鋁的供不應求，隨著國內經濟穩中向好與鋁合金產品在鋼材、高端、進口方面的轉型替代，鋁價2018年有望高位運行。

市場分化收斂，預計期指重心上移。2017年市場演繹了強者恒強的格局。由大金融、大消費和週期股推動的大盤上漲，主要基於業績增速與估值匹配的價值投資邏輯。預計2018年一九分化現象將會收斂，市場風格重新切換，為此，2018年下半年多IC空IH的套利策略或將更加有效。

風險提示：資管新規發佈，警惕金融違規事件的爆出，經濟下行壓力加大。

行業點評

鋼鐵：鋼鐵庫存下降幅度明顯低於預期

庫存降幅明顯低於預期，我們預計將會在本月中旬見底。12月8日庫存資料顯示去庫速度開始明顯低於預期，我的鋼鐵網統計原26城市僅僅去化20萬噸，上上周為40萬噸，而按照其全部統計城市口徑計算，上周僅僅去化13萬噸，而上上周去化53萬噸，去化速度明顯降低，我們預計庫存下個禮拜庫存就可能見底。

限產影響產量日均粗鋼產量18-20萬噸。9月日均粗鋼產量239.43萬噸/天，10月到11月中旬的5個旬度日均產量相比9月日均分別下降2.71萬噸、8.60萬噸、11.39萬噸、10.43萬噸、13.60萬噸。因為11月15日正式進入限產，因此根據11月上旬和中旬資料，可以推斷完全限產後的日均產量應該約為222萬噸，相比沒有限產的9月份日均下降18萬噸，考慮到複產及挖潛因素，估計實際影響約20萬噸/天。

短期鋼價盈利繼續堅挺。鋼價和盈利在庫存見底之前將繼續堅挺，主要是目前庫存水準降到幾年最低水準，雖然我們認為從十年長度看庫銷比並非不能再降，但市場情緒會刺激短期價格走勢。

我們目前更看重2018年2月份可能存在的行情。我們預計如果明年1-2月庫存明顯偏低，疊加限產到3月31日、每年季節性波動、明年工期將疊加部分今年延後的和擔憂明年冬天再被限制而提前趕工的，我們認為明年2月份可能隱藏著更大的機會，但需要繼續跟蹤。

風險提示。行業波動性仍存；行業政策風險。

化工：佈局大煉化項目完善PTA-滌綸全產業鏈，有助於平滑週期波動

PTA-滌綸供需改善，有望維持高景氣。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。

大煉化完善產業鏈，平滑週期波動。2018年下半年起，預計PTA-滌綸龍頭企業大煉化項目將陸續投產，我們認為對於解決原料來源、增厚公司業績、平滑週期波動等方面都具有積極意義。（1）解決原料來源：目前國內PX進口依賴度高達57%，民營煉化項目的投產在2019年預計將釋放PX產能1280萬噸，有助於解決企業原料來源，完善產業鏈。（2）增厚企業業績：我們以鎮海煉化作為對標，2000萬噸規模的煉化專案在景氣高點盈利約117億元。（3）平滑週期波動：煉化專案的建設，將龍頭企業的產業鏈佈局延伸至“石腦油-PX-PTA-滌綸”，單個環節的週期性波動相互抵消，從而降低企業整體盈利波動。

投資建議：PTA-滌綸產業鏈未來供需有望持續改善，我們預計行業龍頭大煉化項目將於2018年下半年陸續投產，煉化專案一方面能大幅增厚企業業績，另一方面能平滑產業鏈單個環節盈利能力的週期波動，提高企業的抗風險能力，建議重點關注產業鏈龍頭公司桐昆股份、榮盛石化、恒逸石化、恒力股份。

風險提示。民營煉化專案進度、盈利不及預期；產品價格大幅波動；原油價格大幅波動等。

建築工程：推薦裝飾龍頭，逐步佈局國際工程

對於裝飾行業來說，我們之前討論過公共建築裝修行業復蘇和家裝模式逐步成熟兩個判斷，前者是裝飾板塊業績和訂單持續回暖的關鍵，也是目前市場最大預期差所在，後者是裝飾企業資產負債表改善和能否成功切入消費領域的關鍵。而這兩個判斷是我們明年看好裝飾板塊的主要原因。並且與其他行業一樣，龍頭企業因為其更強的市場競爭力，集中度在加速提升，因此我們重點推薦行業龍頭金螳螂和東易日盛。2018年有望成為“一帶一路”首個業績兌現年。“一帶一路”戰略提出後，政策支持力度不斷加強，使得“一帶一路”框架下的工程訂單承接的風險在降低，支撐國際工程行業的景氣度長期上行。目前美國減稅計畫和國內經濟趨勢較好，人民幣有望企穩，同時海外工程的平均生效週期為2年左右，2016年“一帶一路”沿線國家新簽訂單增速同比增長36%，2017年前10個月同比增長21%，預計2018年將進入業績兌現年。至於國際政治局勢問題，判斷較為複雜，假設較為穩定，那麼我們認為2018年國際工程的行情值得關注。

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。