

策略

基金2017年四季報點評

(1) 17年第四季度基金倉位整體微升。17Q4普通股票型、偏股混合型、靈活配置型（剔除掉打新基金）基金倉位分別為87.1%、83.4%、64.4%，較17Q3末分別降1.1、降0.8、升1.2個百分點，倉位整體微升。

(2) 板塊特徵：主機板佔比大幅上升。17Q4基金重倉股中，主機板佔比65.1%，較17Q3上升5個百分點，已經連續六個季度回升；中小板、創業板佔比分別為22.3%、9.8%，環比分別降2.2、3.0個百分點，創業板佔比已經回到13年Q2水準；港股佔比2.8%，全年比重穩定。

(3) 行業特徵：金融、消費佔比繼續提升，週期、TMT佔比下降。依據17年Q4基金重倉股統計情況，相較17Q3食品飲料和家電佔比明顯上升，環比升2.4、1.6個百分點，電子元器件和有色金屬行業明顯下降，環比降2.0、1.4個百分點。具體來看，佔比明顯上升的行業有：食品飲料、家電、醫藥、房地產等；明顯下降的行業有：電子元器件、有色金屬、建築、電力及公共事業等。相比A股自由流通市值的行業佔比，大幅低配的行業有：銀行、電力及公共事業、電腦、建築等；大幅超配的行業有：食品飲料、家電、電子元器件、醫藥等。17Q4倉位創10年以來新高的二級行業有玻璃、新能源設備與白色家電等，創10年以來新低的有中藥生產、乘用車與IT服務等。金融地產板塊倉位整體上升，除保險外倉位仍不高；消費板塊中大幅加倉食品飲料與家電，減倉汽車；週期板塊整體減倉，石油石化小幅加倉。

(4) 持股特徵：集中度繼續上升。匯總基金重倉持股總體規模，17Q4持股規模前10及前20支個股所佔整體重倉持股市值比例分別為24.7%和34.8%，分別較17Q3大幅上升6.4、6.9個百分點，持股集中度大幅提升。基金重倉股中中國平安、伊利股份、五糧液市值佔比依舊位列前三：中國平安17Q4整體持股規模為277億元（3.96億股），較17Q3上升82.9億元（0.38億股），伊利股份和五糧液17Q4持股規模分別為242.8億元（7.54億股）和223.7億元（2.80億股），較17Q3提升66.8億元（1.14億股）、66.4億元（0.02億股）。

風險提示：報告為基於基金定期報告的客觀分析，所涉及的股票、行業不構成投資建議。

宏觀經濟研究團隊

環保攻堅戰：現狀、路徑與機會

從排汙到治汙勢在必行。當前中國環境狀況堪憂，污染防治已是破釜沉舟。中國PM2.5已是美國的7倍，PM10則是美國的1.6倍，污染物排放量已遠高於發達國家，且仍在持續增長。其中，大氣污染主要集中在電力、水泥和鋼鐵行業；水體污染集中在農產品加工、紡織、化工和造紙行業；土壤污染集中在電力、鋼鐵、煤炭、有色和化工行業。值得慶倖的是，污染問題已受到政府重視，而環保政策力度也逐步升級。國家層面的污染治理始於06年，《“十一五”規劃綱要》第一次把節能減排列為約束性目標。“十二五”期間，國家構建水土氣環保體系並修訂《環境保護法》。15年國務院印發《關於加快推進生態文明建設的意見》和《生態文明體制改革總體方案》，標誌著環保政策力度再度升級。過去兩年最大的亮點為16年底人大常委會通過

《中華人民共和國環境保護稅法》，這是我國第一部專門體現“綠色稅制”的單行稅法。17年環保政策進入執行階段，高規格環保督查全面展開。

當污染治理遭遇經濟轉型。從排汙到治汙的轉變，中國並非特例，我們考察美國、日本經驗，總結共性。美國經驗：產業、能源結構雙雙調整。1940-1960年代，美國空氣環境污染事件頻發，主要來源於工業生活用煤和汽車尾氣。55年開始，聯邦政府陸續頒佈多項環保法案，並利用行政化和市場化手段多拳出擊。經過全國層面的污染治理，美國污染物排放出現明顯下降，能源消耗結構和產業結構也發生調整。製造業出現萎縮而現代服務業興起，製造業內部則表現為傳統重工業退出和高端製造業擴張。而環保服務和環保設備行業規模則不斷擴大。日本經驗：從“末端治理”到“迴圈經濟”。1950-1970年代，日本也發生過嚴重的污染問題，污染源為重化工業的污染物排放，硫化物污染貢獻居首。日本的環境保護政策經歷了從“末端治理”到“迴圈經濟”的過程，出臺了一系列公害防治專項法，著眼於總量控制、高標嚴懲和適時調整。在資源節約利用的迴圈經濟下，日本的能源和產業結構也有了相應調整，其中污染較重的化石能源消耗佔比和製造業佔GDP比重不斷下降，而環保行業發展迅猛。總結美國日本經驗，其共性在於：重大公害事件都發生在工業化率接近頂峰時期；公害事件爆發都引發公民意識覺醒、政府堅定懲治污染的決心；都經歷了公害治理、環境保護、發展迴圈經濟三個階段；都是行政化、法制化、市場化治理手段並舉，都有賴於產業結構和能源結構調整。

環保長效機制如何構建？當前的污染問題與工業化過程相伴而生、積弊已久，治癒污染痼疾需構建長效機制，包含三個方面的結構調整。一是調整產業結構，淘汰落後產能。從污染物排放構成看，火電、鋼鐵、水泥、有色和化工是造成大氣污染的主要行業。環境惡化源於過去經濟依靠工業投資驅動，目前進行的去產能改善了工業供需，環保約束了工業生產。二是調整能源結構，加大節能力度。高耗能行業同時也是高污染行業，未來優化能源結構將通過降低煤炭消費比重、提高天然氣消費比重、安全發展核電和大力發展可再生能源來實現。三是調整運輸結構，提升排放標準。汽車是污染物總量的主要貢獻者，其排放的NO_x和PM佔比超過90%，HC和CO超過80%。以鐵路貨運替代公路貨運、降低柴油車比重、提升排放標準均有助於優化運輸結構、減少污染排放。四是從排汙費到環保稅的升級，不僅增強了執法剛性，調動地方政府積極性，也更強調企業主體責任。而隨著環保稅開徵、國五標準全面執行，三管齊下的環保長效機制也逐步建立。

破舊立新孕育機會。污染防治意味著破舊立新，將帶來三類機會。一是需求擴張帶來行業景氣向好，最典型的是環保行業，17年前11月廢棄資源綜合利用業收入、利潤增速高達18%、32%。二是供給收縮帶來行業集中度上升，利好龍頭，治理污染過程中，環保不達標的“小散亂汙”企業倒閉關停，帶來重污染行業集中度提升。三是傳統行業內部新舊更替，老樹發新芽。15年以來，新能源車銷量增速遠高於傳統車型，佔乘用車銷量比重也持續上升。

行業研究

鋼鐵：庫存回升至同期水準，節前鋼價繼續博弈

鋼材社會庫存回升至農曆去年同期水準。上周Mysteel鋼材社會庫存934萬噸，一周上升42萬噸，其中長材上升37萬噸，板材略升5萬噸。目前庫存水準同比低170萬噸，但比2017年春節前4周庫存水準僅略低13萬噸，鋼材社會庫存在12月中旬創下低點後已快速回升至農曆去年同期水準。

扣除價格因素，2017年建安固投實際下降0.3%。2017年建安固投增長7.7%，建安固投價格指數上漲8.0%，扣除價格因素2017年建安固投實際下降0.3%。2017年1-11月房地產開發投資完成額中建築安裝工程累計同比

4.2%，如扣除價格上漲8%，相當於實際下降3.8%。2017年水泥產量同比-0.2%，線材2017年前11月產量同比-2.0%。

我們預計節前鋼價繼續博弈，2018年鋼鐵股窄幅運行。供需並未明顯失衡，從大數看2018年鋼材資源可能並不會明顯短缺，使得各方謹慎，因此鋼價在一月份可能仍會震盪尋底。春節前後資料逐漸清晰，也將給出方向。因為多餘產能已經淘汰，因此我們預計即使鋼價調整後到低點，企業盈利在歷史仍處於較好水準。

風險提示。行業波動性仍存；政策性風險。

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。