

2018年2月2日

銷售部 - 投資策略

宏觀

實體經濟觀察——總量不佳，注重效率

需求：下游地產、乘用車仍弱，家電、文娛走弱，紡服改善。中游鋼鐵尚可，水泥、化工走弱。上游煤炭走強，有色分化，交運走弱。

價格：12月70城房價增速回升，上週國內生資價格漲跌互現，國際油價再升。

庫存：下游地產、乘用車去化。中游鋼鐵、水泥、化工回補。上游煤炭、有色分化。

下游行業：

地產：1月41城地產銷量增速轉正，龍頭房企銷售增速大降。乘用車：1月前四周乘用車銷售持續分化，批發強、零售弱。家電：12月三大白電出口增速回落，廠家銷量增速漲少跌多。紡織服裝：12月各子行業收入降幅收窄，庫銷比仍處高位。文體娛樂：上週電影票房人次同比環比均落，節前需求蓄勢。

中游行業：

鋼鐵：上週鋼價螺紋升熱板降，噸鋼毛利升，社會庫存回補。水泥：上週全國水泥均價再度回落，庫容比繼續低位回升。化工：上週PTA產業鏈價格漲多跌少，滌綸POY庫存回補。機械：12月各子行業收入增速回升，主因去年同期低基數。電力：1月下旬發電耗煤增速跳升，春節錯位疊加氣溫大降。

上游行業：

煤炭：上週煤價平中有漲，電廠庫存去化、鋼廠庫存回補。有色：上週LME銅價降、鋁價升，銅庫存升，鋁庫存降。大宗商品：上週原油價格再升，CRB指數回升，美元指數下跌。交通運輸：12月貨運量增速跳水，上週BDI、CCFI指數均升。

固定收益

聚光燈下的非標——發展歷程、監管路徑及市場影響

非標的發展歷程。2013年銀監會8號文中首次給予非標明確定義，指未在銀行間市場及證券交易所市場交易的債權性資產，在社融統計中，則包含了委託貸款、信託貸款和未貼現銀行承兌匯票三項非標資產。

總量上來看，2012-2014年是非標發展的黃金期，規模大增帶來M2增速飆升，引發通脹預期抬升，隨著2013年非標監管收緊，非標規模開始逐漸下降。結構上各類非標發展趨勢不同。13年後大資管行業快速發展，券

商資管、基金子公司等在某種程度上取代了信託的作用，導致委託貸款增量顯著高於信託貸款。但從2016年末開始，基金子公司等機構隨著監管趨嚴，規模萎縮，委託貸款增量大減，信託貸款則大幅增加，走勢完全翻轉。

非標的監管路徑。大背景是非標通道業務興起，一方面可以通道業務規避表內的諸多監管指標，另一方面則可以增厚收益，擴張規模。監管階段一：收緊資金源頭，嚴控規模。先是在13年3月，銀監會出臺8號文，約束理財資金投資非標。之後在14年7月份出臺127號文，對同業投資非標進行了限制。監管階段二：清理通道，各個擊破。16年底一行三會率先針對基金子公司收緊監管政策，清理銀基通道。隨後在17年底18年初，接連發佈55號文和2號文，用以整頓銀信通道業務和委託貸款業務。

非標監管的市場影響。非標轉標或是主要出路。途徑主要有兩個：一是通過銀登中心，二是通過資產證券化（ABS）。但無論是銀登中心、還是ABS，進行非標轉標均存在諸多限制，未來非標規模收縮已成定局。

非標收縮之下，社融將受到直接衝擊。儘管非標縮減會帶來資金回流表內，但考慮到銀行目前缺負債、缺資本的困境，非標回錶帶來的信貸投放壓力，會加劇銀行缺資本的困境，影響18年的信貸增量。此外，考慮到目前房貸利率明顯上升，18年居民信貸也將面臨回落，社融增速將趨於下降，利好利率下行。

策略點評

業績再次指引風格偏價值——17年年報預告點評

核心結論：①年報預告顯示中小板、中小板指淨利累計同比為29%、24%，三季報為25%、22%，預計18年同比為27%、25%。②年報預告顯示創業板、創業板指淨利累計同比為-2.4%、2.8%，三季報為7%、-10%，預計18年同比為11%、15%。③根據年報預告的上調和下修情況，可見業績好壞與股價漲跌呈正相關。盈利趨勢決定市場風格，市場望延續價值風格，繼續堅守價值股，尤其是金融。

17年預告中小板淨利同比28.6%，盈利繼續改善。①17年中小板淨利累計同比為28.6%，預計18年為27.0%。以披露年報預告的公司為樣本，中小板全體、中小板指、中小板指權重股（不含券商，中小板券商暫無財報預告數據，下同）17年淨利累計同比分別為28.6%、23.7%、27.9%，而三季報為24.6%、21.6%、23.3%，中小板全體、指數和權重股盈利繼續改善。預計18年中小板全體、中小板指淨利累計同比分別為27%、25%。②17年中小板四季度單季度淨利同比為23.4%。根據年報業績預告，中小板全體四季度單季度淨利同比（當前PE（TTM，整體法）為23.4%（37倍），中小板指（100家）為19.2%（33倍），中小板指權重股（23家）43.1%（35倍）。

17年預告創業板淨利同比-2.4%，盈利持續下滑。①17年創業板淨利累計同比為-2.4%，預計18年為11%。以披露年報預告的公司為樣本，創業板全體、創業板指（100家）、創業板指權重股（25家）17年淨利累計同比分別為-2.4%、2.8%、-2.2%，而三季度分別為7.2%、-9.8%、-12.5%，若剔除溫氏股份和東方財富（下稱溫氏和東財）後，17年淨利累計同比分別為2.2%、17.3%、29.9%，而三季度分別為20.7%、27.4%、41.2%，整體上創業板盈利增速持續下滑。②17年創業板四季度單季度淨利同比為-25.3%，剔除溫氏和東財後為-33.2%。根據年報業績預告，創業板全體四季度單季度淨利同比（當前PE（TTM，整體法））為-25.3%（46倍），創業板指（100家）為16.7%（40倍），創業板指權重股為30.8%（38倍），而剔除溫氏和東財後，創業板全體為-33.2%（47倍），創業板指（100家）為4.1%（41倍），創業板指權重股42.6%（39倍）。

業績為王時代，盈利趨勢決定市場風格。①年報預告業績好壞影響短期股價漲跌。統計已披露預告數據的2585家上市公司可發現，17年年報最新預告淨利累計同比均值處在-100%以下、-100%至-50%、-50%至0、0至50%、50%至100%、100%以上的公司，對應最新預告披露日以來股價漲幅均值分別-6.8%、-5.7%、-7.0%、-2.0%、-2.0%、-3.1%。統計調整年報預告的公司共有480家，最新預告與原始預告淨利累計同比之差分別為-50%以下、-50%至0、0至50%、50%以上的公司，對應最新預告披露日以來股價漲幅均值分別為-5.5%、-3.6%、-1.5%、0.4%。②業績為王時代，繼續堅守價值股，尤其是金融。上半年價值佔優，價值龍頭中金融性價比更優、消費白馬有配置意義，成長龍頭如先進製造、新興消費。近期金融股漲幅較大，尤其是銀行股漲的比較快，短期如果出現一些回撤很正常，中期仍然看好，金融尤其是銀行，盈利趨勢向上、估值低、基金配置低，性價比仍很好。

風險提示：業績預告與實際公佈業績存在差距。

行業研究

建材：繼續看好水泥、玻璃、玻纖龍頭

繼續看好高盈利持續性。淡季需求趨弱，環保壓力下的錯峰限產常態化有望驅動基本面維持強韌：2017年以來錯峰限產呈現區域擴散、執行時間延長的特徵；2018年2月大部分區域開始春節期間自律限產，預計常規限產導致的產能收縮在Q1中後期才結束；除常規限產安排外亦有區域因空氣質量引發突發限產要求（如2017Q4的安徽、2018年1月的江蘇）。中長期來看，水泥新增產能有限、競爭格局穩定，環保、供給側改革大背景下的行業限產常態化驅動盈利中樞抬升。繼續看好水泥高盈利持續性，個股繼續推薦海螺水泥，建議關注萬年青、上峰水泥、華新水泥。

玻璃：淡季原片廠家挺價能力強，後續不合規產能有望再收縮、供需預期改善。2017年11月沙河產能超預期關停，目前全國在產產能同比降約2.5%，從目前的政策導向來看後續不合規產能有望繼續壓減。盈利：2017年11月中旬之後行業盈利指標環比改善明顯——玻璃價格淡季表現超預期，純鹼因需求預期轉差、價格跌幅較大。個股重點推薦旗濱集團。

裝飾建材：看好龍頭成長能力。短期裝飾建材需求仍將保持旺盛態勢；中長期龍頭（東方雨虹、偉星新材、兔寶寶、三棵樹等）市佔率提升的成長邏輯確立：驅動因素在於消費升級及地產集中度的提升。而市佔率高、行業有環保壓力的北新建材中長期看有望持續享受對行業定價權。

推薦需求受益於海外經濟復蘇、國內結構改善的玻纖龍頭中國巨石。海外製造業PMI持續走高，國內汽車輕量化、電子等領域需求不錯，玻纖行業需求表現好；國內新增產能有序，環保壓力導致坩堝產能退出，同時玻纖競爭格局好、龍頭對價格控制力較強。玻纖供需維持強勢，行業庫存在歷史低位，近期玻纖龍頭陸續通知2018年初上調價格3-6%（中國巨石調價幅度為6%以上）。

風險提示。基建投資超預期下滑，房地產超預期下滑，供給側改革不達預期。

農業：水稻系列研究之一：中國水稻基本分類與發展趨勢

中國水稻種植基本概況。2016年，我國水稻總種植面積約為4.53億畝，其中排名前3名的省份分別為湖南、江西和黑龍江，種植面積分別為6128萬畝、4974萬畝、4804萬畝，在全國水稻總種植面積中的合計佔比約為35%；排名前20名的省份合計種植面積為4.46億畝，全國佔比高達98.5%。

中國水稻基本分類與發展趨勢。我國水稻的常用分類標準共有三類。按照耐寒性區分，水稻可分為粳稻和籼稻；按照生長期區分，水稻可分為早稻、中稻和晚稻；按照繁殖方式區分，水稻可分為雜交稻和常規稻。從發展趨勢來看，近年來我國粳稻種植面積呈現上升態勢，佔比約為32%；雙季稻改種單季稻趨勢明顯，中稻和一季晚稻種植面積佔比已經超過60%；雜交稻種植面積略有下降，佔比約為55%。

細分水稻種類種植面積測算。我國水稻面積常年穩定在4.5億畝左右；就目前而言，粳稻和籼稻的種植面積分別為1.5億畝、3億畝。根據我們的測算，常規籼稻和雜交籼稻的種植面積分別為0.6億畝、2.4億畝；其中，雜交早籼稻、雜交中籼稻和雜交晚籼稻的種植面積分別為6350萬畝、1.13億畝、6350萬畝。

隆平高科水稻種子市場份額測算。目前隆平高科的水稻種子主要面向的是雜交中籼稻市場。2016/17年度，隆平高科技股份有限公司的水稻種子銷售數量為3784萬公斤。我們預計公司雜交中籼稻銷量佔比約為85%，因此這一稻種的銷售數量約為3216萬公斤。按照每畝1.05公斤的播種量進行計算，推廣面積約為3060萬畝，公司水稻種子業務的市佔率接近30%。在隆兩優、晶兩優系列產品的帶動下，新銷售季度預計公司的市場佔有率仍會有較為明顯的提升。我們認為，公司未來在雜交中籼稻市場中的份額有望達到50%，仍然具有較大的增長空間。

風險提示。行業供過於求越發明顯，自然災害。

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。