

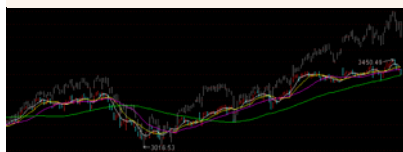
## 招商研究一周回顾

2017 年 11 月 17 日

( 1110-1117 )

上证指数： 3382.91

市场走势 170125-171117



## 上证综指一周市场表现

上证开盘	3435.18
上证最高	3450.49
上证最低	3373.30
上证收盘	3382.91
上证成交( 万手 )	97679
成交金额( 亿元 )	13085
涨跌幅	- 1.45%

## 深证成指一周市场表现

深成开盘	11657.62
深成最高	11714.97
深成最低	11292.93
深成收盘	11292.93
深成成交( 万手 )	102703
成交金额( 亿元 )	15530

资料来源：WIND 资讯

章红宝

86-10-57601852  
zhanghongbao@cmschina.com.cn  
S1090611050142

## 招商研发宏观组与策略组重要观点回顾摘要：

## 宏观组。

1、从近期监管层表述来看，未来金融监管的走向在于完善宏观审慎政策，搭建双支柱框架；加强监管协调，在金稳会统领下一行三会协作配合；查漏补缺，补齐监管短板；拆解同业，穿透资管，整治金融体系内空转套利。结合此前未正式发布的以及纲领性的政策文件，我们认为未来监管可能在理财新规和大资管业务监管上有所作为。

2、我们认为理财新规征求意见稿中对理财的监管思路在于让表外理财回归于资管的本质，卸下银行理财隐形兑付所积累的风险。不过绝大部分理财业务的规定已经在 2017 年的一系列监管文件中得到严格落实，预计落地对市场的影响有限。大资管监管细则落到地的影响，还有待于具体操作性细则最终方案披露才能做出相对准确的评估。目前的《意见（内审稿）》部分条例表述依然是方向性的，比如对资本约束只提及“应当建立资本约束机制，确保资本与其开展资产管理业务所承担的实际风险相匹配”而未明确各类机构资本约束是否统一。

3、总体看，工业和投资增速回落幅度均在预期之内，消费增速虽然低于预期，但这与指标本身的统计口径有一定的关系。国内经济即将进入淡季，短期内实体经济指标的同比增速将进一步放缓，但稳增长压力较低，国内宏观经济政策不会出现明显调整。

## 策略组。

1、近期，陆股通重新变为净流入，融资余额增幅明显，绩优公募基金发行规模明显提升，增量资金入市明显。陆股通、融资余额增加的品种多为白马蓝筹，而发行规模较大的基金经理今年也以重仓白马蓝筹为主。因此，短期内，则增量资金的惯性会导致白马风格有望持续。但是，白马股在年底至明年初会面临三重风险。年底白马蓝筹的三重风险。一，若市场持续快速上涨，临近年底，不排除会遭遇“平准”，GJD 重仓行业和个股面临一定压力。GJD 持仓以大市值蓝筹为主，银行金融是主要持仓方向；二，年底至明年年初，若公募抱团瓦解，有基金试图寻找新的方向，则前期重仓的个股面临较大调整压力；三，今年以来，北上资金持续流入，流入较多的个股涨幅巨大，因此陆股通实际盈利较高。但是，我们注意到陆股通也并非完全不看重估值水平和前期涨幅，前期涨幅较大，而估值相对较高的个股在遭遇抛售。

## 目录

一、宏观篇 .....	4
1、财政收入增速回落，支出首现负增长——2017 年 10 月财政数据点评 .....	4
2、首单央企储架应收账款 ABS 项目落地——资产证券化市场周报（2017.11.13） .....	5
3、特朗普税改面面观——财政月报 2017 年 10 月 .....	6
4、2018 年可能有落地的监管措施 .....	7
5、2017 年 10 月宏观数据点评-消费不及预期的三个因素 .....	8
6、为什么我们看 M2 的触底反弹-2017 年 10 月金融货币数据点评（更新） .....	9
7、油价上涨能持续吗？——全球资产价格双周报（10.30-11.12） .....	10
二、策略篇 .....	11
1、白马风格有望延续，四赛道备战“斑马股”——投资策略周报（1112） .....	11
2、银行理财发行持续放缓，基金发行规模显著提升——A 股市场流动性监测周报（1113） .....	12
3、价格与价值的再评估——沪深股 VS 港股估值与盈利比较 20171115 .....	13
三、行业报告精粹 .....	14
1、钢铁行业库存点评报告—钢厂、社会库存均加速下降 .....	14
2、招商“交”点之周报篇—机场再创新高，密切跟踪航空数据 .....	15
3、原油周观点 20171111—美国原油日产量创历史新高 .....	16
4、石化周观点 20171112—涤纶长丝 Q4 有望超预期，中美能源合作潜力大 .....	18
5、一张图看懂 A 股家电估值 17w45—A 股国际化进程中的先行者和相对洼地 .....	20
6、餐饮旅游行业周报—绩优股爆发，拥抱连锁酒店龙头 .....	21
7、轻工制造行业 2018 年度投资策略：重回“小时代” .....	22
8、医药生物行业 2017 年第 46 周周报—看好医药行业四条投资主线 .....	22
9、秋季糖酒会微酒论坛之一——洋河高管观点：中国高端白酒八大趋势、未来格局以及新商机 ...	23
10、煤炭产业链跟踪周报（2017-11-12）—现货全面走弱，煤炭股持续盘整 .....	25
11、（更新）计算机行业周报 2017 年 11 月 12 日—以龙头讯飞看 AI 加速商业化 .....	26
12、建筑行业定期报告—短期 PPP 政策规范，利于长期发展 .....	27
13、通信行业信息周报（第 46 周）：外资抢筹通信龙头；优质确定性成长股值得关注 .....	28
14、招商建材周报 11.12—关注底部品种兔宝宝、长海股份、康欣新材 .....	29
15、短期一二线重点城市销量筑底或带来估值提前修复机会，优选安全边际品种因流动性仍存风险—招商房地产周观点&高频追踪报告 .....	30
16、“吃鸡”游戏产业链深度分析—腾讯吃鸡手游将上线，有望将行业推向新高潮 .....	32
17、光伏系列报告之（九）—市场化交易摆脱单一客户风险，分布式将大发展 .....	33
18、光伏行业系列报告之（十）：金刚线切割快速普及，显著降低光伏发电成本 .....	34
19、钢铁行业周报—采暖季缺口逻辑基本兑现，继续推荐钢铁股！ .....	35
20、秋季糖酒会反馈暨食品饮料行业周报（2017.11.12）—行业信心满满，备战来年旺季 .....	36
21、金属价格短期回调，不改长期向好趋势—招商有色最新观点 .....	37

22、军工行业信息周报—资本运作步伐提速，关注四季度投资机会 .....	38
23、电子行业策略观点—购物旺季进一步推动电子白马跨年行情 .....	39
24、2017 秋季糖酒会见闻系列之二（更新版）：贵州茅台—服务紧随品牌，来年量价齐升 .....	41
25、血制品行业 2017 年前三季度批签发报告—行业短期阵痛、批签发增速放缓 .....	42
26、通信行业事件点评：我国发布全球首个 5G 中频段频谱规划，战略引领铸就大国产业崛起 ...	43
27、房地产股票超额收益区间渐进，精选高安全边际品种—10 月房地产数据点评 .....	44
28、上海市《推动新一代人工智能发展的实施意见》点评—政策传导发酵，AI 加速走向“实践”	45
29、中国移动启动 2018 年光缆集采：半年需求过亿！行业供需两旺，龙头企业高增长确定！ ...	46
四、公司报告精选 .....	47
1、中航资本（600705）—航空产投再下一城，员工持股完成，增资信托力保发展 .....	47
2、首钢股份（000959）—采暖季限产比例 18%，好于预期 .....	49
3、均胜电子（600699）—拟购买高田主要资产，打开汽车安全长期空间 .....	50
4、九阳股份（002242）—安全边际足够强劲，稳健收益最优选择 .....	51
5、广和通（300638）—通信模块发展稳健，海外增速助力增长 .....	52
6、起航股份（833380）：十年起航，再造大金融综合服务商（更新） .....	53
7、梦百合（603313）— 内外销并进，关注成本下行带来业绩改善 .....	54
8、跨境通（002640）—环球内部机制理顺 四次股权激励启动 .....	55
9、光环新网（300383）—拟收购 AWS 中国核心资产，云牌照落地可期，打造稀缺云计算龙头 ...	57
10、三七互娱（002555）—十月进入 iOS 中国收入榜前十，三款手游进入腾讯应用宝月总收入前十， 页转手逻辑持续验证 .....	58
11、新和成（002001）—维生素涨价增厚业绩，多元化产品打造全球精细化工巨头 .....	59
12、海信电器（600060）—收购东芝电视，全球化布局更进一步 .....	60
13、合兴包装（002228）—市场空间海阔天空，成本压力柳暗花明 .....	61
14、安琪酵母（600298）—糖蜜成本继续下行，海外产能投放超预期 .....	62
五、债券、基金和量化研究 .....	64
1、静待破局—债市每周观点 20171112 .....	64
2、基金市场一周观察（1106-1110）—权益基金表现优异 基金发行市场回温 .....	64

## 一、宏观篇

### 1、财政收入增速回落，支出首现负增长——2017 年 10 月财政数据点评

( 分析师： 谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn )

事件：

10 月份，全国一般公共预算收入 16,234 亿元，同比增长 5.4%；全国一般公共预算支出 11,122 亿元，同比下降 8%。

评论：

1、公共预算收入增速回落，支出年内首现负增长。10 月份，一般公共预算收入 16,234 亿元，同比增长 5.4%，前值 9.2%；一般公共预算支出 11,122 亿元，同比下降 8%，前值 1.7%，财政收支差额为 5,112 亿元。1-10 月，公共预算收、支的执行进度已分别达到 89.17%和 83.86%，均超过序时进度（10/12），且均高于去年同期 86.02%和 82.00%。支出同比下降，主要是今年支出进度加快，部分支出在前期体现较多，相应后期支出量减小。

2、基金预算收入执行进度已过九成，基金支出进一步增速。1-10 月，政府性基金预算收入 43,152 亿元，同比增长 31.6%，前值 33.3%；基金预算支出 40,218 亿元，同比增长 31.6%，前值 31.4%。政府性基金预算收、支的执行进度已分别达到 91.47%和 72.50%。其中，国有土地使用权出让收入、国有土地使用权出让收入相关支出依然维持高位增长，分别同比 37.3%和 34.4%。

3、税收收入占比提高，财政收入质量改善。10 月税收收入 14,192 亿元，同比增长 10.1%，前值 17.6%，涨幅回落。1-10 月，税收收入占财政收入比重达到 84.66%，比去年同期 83.19%和全年 81.70%分别提高 1.47 和 2.96 个百分点。非税收入继续保持下降态势，降幅增加。10 月非税收入 2,042 亿元，同比下降 18.5%，前值-11%，降幅增加。非税收入的下降依然是由于减税降费带来政策性减收，以及受去年同月不可比因素的影响。

4、房地产市场“金九银十”盛况不再。10 月份，一、二、三线城市商品房成交面积均呈回落态势，30 个大中城市商品房成交面积同比下降 42.91%，环比下降 6.20%。与房地产有关的税收中，契税、土地增值税和耕地占用税同比下降 3.6%、2.2%和 60.2%，相比于 1-9 月增速均呈下降态势；房产税和城镇土地使用税同比增长 18.9%和 6.1%，较 1-9 月增速小幅上升或回落明显。

5、相关支出已在前期得到了切实有效保障。从各主要细分支出项目来看，增速均出现回落态势：节能环保支出增长 28%，前值 33.6%；债务付息支出增长 27.6%，前值 29.7%；社保和就业支出增长 19.2%，前值 20%；城乡社区支出增长 10.3%，前值 12.2%。各主要细分支出项目增加幅度均收窄。

6、从后期来看，经济运行中的积极因素将继续不断增加，从而将继续为财政增收提供有力支撑，而落实各项减税降费政策措施也将继续对财政增收产生影响。10 月份财政收入增幅有所放缓，但公共预算收支的执行进度均高于去年同期，预计全年预算目标能够实现，另外，1-10 月税收收入和基金预算收入增速较快，为财政支出预留空间。

## 2、首单央企储架应收账款 ABS 项目落地——资产证券化市场周报 (2017.11.13)

( 分析师： 谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn )

1、本周银行间有 2 期信贷资产支持证券发行，分别为海马财务有限公司发起的海田 2017 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券和江苏银行股份有限公司发起的苏誉 2017 年第一期不良资产支持证券。本周银行间市场无资产支持票据公开发行业。

2、根据上交所和深交所公告，本周共有 4 期资产支持证券在交易所挂牌，其中 3 期在上交所挂牌，1 期在深交所转让。此次挂牌转让产品的基础资产包括融资租赁、应收账款和个人消费贷款。

3、本周交易所共成立 20 个资产支持专项计划，其中在上交所成立的有 15 个，在深交所成立的有 5 个。此次成立的资产支持专项计划的基础资产涉及个人消费贷款、信托受益权、融资租赁、收费收益权、商业房地产抵押贷款、保理融资、小额贷款和 REITs。



4、下周银行间市场共有 4 期资产证券化产品公开发行，包括 1 期不良贷款资产支持证券、1 期汽车抵押贷款资产支持证券、1 期住房抵押贷款资产支持证券和 1 期资产支持票据，发行总规模为 135.62 亿元。

5、17 浦鑫 1 的基础资产为浦发银行于 2013 年 11 月至 2017 年 6 月之间成为不良贷款的信用卡个人消费类不良贷款，入池贷款共计 31,202 笔，资产池未偿本金余额为 152,440.47 万元；17 丰耀 2 的基础资产涉及 41,166 名借款人向发起机构借用的 41,175 笔汽车抵押贷款，资产池未偿本金余额为 299,999.94 万元；17 建元 7 的基础资产涉及 35,871 名借款人向发起机构借用的 35,886 笔住房抵押贷款，资产池未偿本金余额为 985,678.69 万元；17 悦达租赁 ABN001 的基础资产涉及 8,906 名借款人向发起机构借用的 8,921 笔融资租赁，资产池未偿本金余额为 54,129.61 万元。

6、本周基金业协会共公 9 只资产支持专项计划完成备案。备案的基础资产包括应收账款、收费收益权、票据收益权、保理融资、信托受益权、融资租赁和商业房地产抵押贷款；本周交易所共有 10 个资产支持证券项目状态更新为“通过”。

7、本周银行间资产支持证券成交金额较上周大幅下降，共成交 2,950.60 万份，总成交金额为 24.47 亿元；本周上交所资产支持证券共成交 51.00 万份，成交金额为 0.51 亿元，较上周有大幅下降；本周深交所资产支持证券共成交 353.00 万份，成交总额为 3.56 亿元，较上周出现大幅下降。

### 3、特朗普税改面面观——财政月报 2017 年 10 月

( 分析师： 谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn )

1、特朗普的三份税改文件，从 2017 年 4 月 26 日税改计划的首份核心纲要开始，历经 9 月 27 日的税改新框架——《改革我们破碎税制的联合框架》，到 11 月 2 日名为“减税与就业法案”的税法改革方案，由简至繁，见证了共和党人推进税改的历程，遇到的问题，以及做出的妥协。

2、减税会带来短期内经济的增长，但随着时间的推移，效力不断减弱，如果不能很好地控制赤字，还可能在长期对经济造成消极影响。

3、11月2日的税法改革方案适应美国企业需求，能够改善现行税制税率高且结构失衡的问题。就行业来说，金融和保险业、运输和仓储业、房地产和租赁业以及制造业受益较大。

4、特朗普政府试图用经济增长的正效益弥补税改成本的想法难以实现，短期内，减税将使美国赤字率大幅提升。长期来看，赤字还受到包括财政支出在内的很多其他因素的影响，未来若缺乏可行的解决方案，美国经济可能负重前行。

5、减税拉大社会贫富差距，虽然税法改革方案针对9月税改新框架中有利于富人的部分政策进行了修改，一定程度上避免贫富差距进一步扩大，但是富人的收入增加比例仍旧高于其他阶层的人。

6、减税期间股市整体呈上涨趋势。如今美国经济并不差，未来货币政策收紧，美元指数易上难下，但税改落地时间及最终税改的力度会成为增加短期的风险。。

7、11月是税改的重要时间窗口，虽然参众两院方案有所差异，但通过协商后可以调和。特朗普税改大概率在今年年底或2018年一季度落地，但最终的税改方案还将经历变动。

8、10月份，国债发行规模小幅回落，利率持续上升；政策性金融债量减价升；地方政府债发行基本持平；城投债发行规模锐减，期限以中短期为主。

#### 4、2018年可能有落地的监管措施

(分析师：谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn)

从近期监管层表述来看，未来金融监管的走向在于完善宏观审慎政策，搭建双支柱框架；加强监管协调，在金稳会统领下一行三会协作配合；查漏补缺，补齐监管短板；拆解同业，穿透资管，整治金融体系内空转套利。结合此前未正式发布的以及纲领性的政策文件，我们认为未来监管可能在理财新规和大资管业务监管上有所作为。

第一，理财监管新规可能正式发布。2016年7月的《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》中对理财的主要规定在于：控制银行为理财承担的风险；限制理财可投资范围，特别是非标投资；限制理财杠杆与期限错配；限制银行腾挪资产；禁止资金池，强制第三方托管，并对风险准备金计提和投资资产集中度作出要求。

第二，大资管监管的操作化细则可能进一步落实。2017 年 2 月，人民银行会同中央编办、法制办、银监会、证监会、保监会和外汇局起草的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（内审稿）》由媒体流出，预示一行三会对大资管行业的统一监管可能即将到来。其后，《2017 年二季度货币政策执行报告》和《2017 中国金融稳定报告》均开辟专栏或专题提纲挈领地探讨资管业务监管，体现出监管层对于资管监管的重视。两篇报告的表述大体相同，都认为资管业务的风险在于：资金池操作存在流动性风险隐患、产品多层嵌套导致风险传递、影子银行面临监管不足、刚性兑付使风险仍停留在金融体系、以及部分非金融机构有序开展资产管理业务。监管思路均在于：分类统一标准规制，逐步消除套利空间；引导资产管理业务回归本源，有序打破刚性兑付；加强流动性风险管控，控制杠杆水平；消除多层嵌套，抑制通道业务；加强“非标”业务管理，防范影子银行风险；建立综合统计制度，为穿透式监管提供根本基础。

这些监管措施落地后对市场的影响如何呢？我们认为理财新规征求意见稿中对理财的监管思路在于让表外理财回归于资管的本质，卸下银行理财隐形兑付所积累的风险。不过绝大部分理财业务的规定已经在 2017 年的一系列监管文件中得到严格落实，预计落地对市场的影响有限。大资管监管细则落到地的影响，还有待于具体操作性细最终方案披露才能做出相对准确的评估。目前的《意见（内审稿）》部分条例表述依然是方向性的，比如对资本约束只提及“应当建立资本约束机制，确保资本与其开展资产管理业务所承担的实际风险相匹配”而未明确各类机构资本约束是否统一。

## 5、2017 年 10 月宏观数据点评-消费不及预期的三个因素

（分析师：谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn）

事件：

根据国家统计局 2017 年 11 月 14 日公布的宏观经济数据：2017 年 10 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%，社会消费品零售总额同比名义增长 10.0%，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长 7.3%。

评论：

1、10 月社会消费品零售总额同比增长 10%，大幅低于市场预期。一方面，地产后产业链商品销售继续走低，10 月家电销售同比增长 5.4%，建筑及装潢材料销售同比增



长 6.1%，均较上期明显回落。另一方面，社销指标主要涵盖商品销售，不包括旅游、娱乐等服务消费，有可能低估了 10 月长假期间的居民消费需求。再者，社销指标还包括销售给企业的商品零售额，10 月工作日偏少，可能对企业消费也有一定的影响。从 10 月网购数据看，居民消费需求依然较为旺盛。前 10 月网上商品和服务消费同比增长 34%，明显高于去年同期水平，也高于年内平均增速。

2、10 月工业增加值同比增长 6.2%，较上月回落 0.4 个百分点。从结构上看，10 月工业增速回落主要是由于制造业生产放缓所致，10 月制造业增加值同比增长 6.7%，较上月回落 1.4 个百分点。这与出口需求收缩有密切关系。10 月出口交货值同比增长 7.5%，较 9 月回落 2.3 个百分点。另外，今年 10 月国庆叠加中秋假期，工作日天数低于去年同期也对工业增速有一定的不利影响。并且，华北地区环保压力趋严，钢铁等重化工业开工率在 10 月明显下滑也是 10 月工业增速回落的原因之一。

3、1-10 月固定资产投资同比增长 7.3%，较前三季度回落 0.2 个百分点。基建投资稳定增长，本期增速与上期增速大致持平。制造业和民间投资低迷依然拖累整体投资表现，前 10 月制造业投资同比增长 4.1%，连续 4 个月回落，民间投资前 10 月同比增长 5.8%，较上期回落 0.2 个百分点。房地产投资前 10 月表现依然较为稳定，前 10 月同比增长 7.8%，较上期回落 0.3 个百分点。不过房屋施工面积跌至 2.9%，而开发商土地购置面积增速继续上升，这显示地产名义投资增速的稳定可能与土地购置费用关系较为密切。目前房地产销售和投资资金到位增速均在不断回落，开发商资金压力上升的情况，其购地冲动也将受到抑制，短期内土地购置费用恐难以维持当前较快增长的态势，地产投资增速将面临较大的下行压力。

4、总体看，工业和投资增速回落幅度均在预期之内，消费增速虽然低于预期，但这与指标本身的统计口径有一定的关系。国内经济即将进入淡季，短期内实体经济指标的同比增速将进一步放缓，但稳增长压力较低，国内宏观经济政策不会出现明显调整。

## 6、为什么我们看 M2 的触底反弹-2017 年 10 月金融货币数据点评（更新）

（分析师：谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn）

事件：

中国人民银行 2017 年 11 月 13 日公布 10 月末数据，广义货币(M2)同比增长 8.8%，人民币贷款 6332 亿元，社会融资规模 1.04 万亿元。

核心观点：

- 1、10 月 M2 再度下滑至历史低点 8.8%，财政存款的多增和居民存款少增是主因。
- 2、近期 M2 的结构变化透露出哪些关键信息？1)金融部门已经不再是 M2 的拖累。2)在非金融部门中，企业存款同比增速趋稳，结束此前 9 个月的下滑；而居民存款同比增速仍在下滑。
- 3、展望 2018 年，M2 同比增速向上的动力来自，金融部门存款同比增速的上行，非金融部门中企业存款增速止跌趋稳，与机关团体存款增速的稳定。而拖累 M2 同比增速则是居民存款的增长乏力。
- 4、我们认为 M2 增速继续下跌的空间有限，未来有望触底反弹，回升幅度相对温和，继续维持低位运行。预计 2018 年 M2 同比增速前低后高，下半年有望反弹至 10%以上。在不同情形下 2018 年末 M2 将在 9.5%至 10.6%区间。
- 5、广义社融同比增速稳步下滑至 13.8%。未来两个季度经济仍有小幅下行压力，目前看货币政策维持稳健中性，流动性中性适度，预计监管政策快速落地的风险不高，中国货币货币政策跟随 12 月美联储加息调整政策利率的可能性也较低。

## 7、油价上涨能持续吗？—全球资产价格双周报（10.30-11.12）

（分析师：谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn）

核心观点：

今年 6 月下旬以来国际油价趋于上行，至 10 月末 Brent 现货价突破了 60 美元/桶，我们认为，短期来看油价的上涨受到了美国飓风、地缘政治因素、OPEC 延长减产的消息等临时性因素的推动，但随着美元较强和临时因素褪去，油价面临一定调整压力。

展望 2018 年，预计原油消费增长的力量仍然较强，OPEC 大概率延长限产，意味着 OPEC 和俄罗斯在 2018 年的原油产量将基本与今年持平，即使美国页岩油因对价格敏感而增产，其速度是有限的，边际供需变化的强弱可能仍然更偏向于需求方，预计

2018 年原油价格的中枢水平为 56 美元/桶，高于 2017 年（BRENT 原油价格至今均值为 52.9 美元每桶）。

从历史视角看，当前油价所处的位置并不低，在 OPEC 不可能大幅减产的背景下，暂时没有看到可预料的持续强烈需求冲击，意味着油价趋势性大幅上涨的概率较低。

假设 2018 年原油价格中枢为 60 美元/桶，原油单项预计将抬升中国 CPI 同比约 0.1%，抬升美国 CPI 同比 0.3%；如果 2018 年原油均价为 60 美元/桶，对中国、美国 CPI 的带动分别为 0.05%、0.15%。

## 二、策略篇

### 1、白马风格有望延续，四赛道备战“斑马股”——投资策略周报(1112)

（分析师：张夏等；联系方式：0755-82900253    zhangxia1@cmschina.com.cn）

近期，陆股通重新变为净流入，融资余额增幅明显，绩优公募基金发行规模明显提升，增量资金入市明显。陆股通、融资余额增加的品种多为白马蓝筹，而发行规模较大的基金经理今年也以重仓白马蓝筹为主。因此，短期内，则增量资金的惯性会导致白马风格有望持续。但是，白马股在年底至明年初会面临三重风险。我们建议投资者可以从三个赛道选择“斑马股”。

【策略观点】增量资金偏好白马蓝筹，短期风格有望延续。近期，增量资金仍然偏好蓝筹和白马成长近期，从买入股票的特征来看，10 月以来北上的资金主要还是偏好低估蓝筹，融资买入前 20 名个股中除了传统消费蓝筹以及金融股以外，也出现了京东方 A、中兴通讯、科大讯飞等科技龙头股。

【策略观点】年底白马蓝筹的三重风险。一，若市场持续快速上涨，临近年底，不排除会遭遇“平准”，GJD 重仓行业和个股面临一定压力。GJD 持仓以大市值蓝筹为主，银行金融是主要持仓方向；二，年底至明年年初，若公募抱团瓦解，有基金试图寻找新的方向，则前期重仓的个股面临较大调整压力；三，今年以来，北上资金持续流入，流入较多的个股涨幅巨大，因此陆股通实际盈利较高。但是，我们注意到陆股通也并非完全不看重估值水平和前期涨幅，前期涨幅较大，而估值相对较高的个股在遭遇抛售。

【策略观点】四赛道备战斑马股：第一，中高端消费。伴随人均 GDP 突破 8000 美金，房屋投机需求受到压制，居民的消费潜力有望持续提升，中高端消费有望迎来持续增长，目前市场重点关注的仍是以美的、茅台为代表的蓝筹消费。上述领域出现“斑马股”概率较高。第二，科技创新。创新是当前中国经济发展重要理念，创新驱动也成为中国重要经济增长点，当前，在以人工智能、物联网为代表的平台型技术即将落地的前夜，科技革命有望迎来新一轮爆发。各类型科技股均有实现快速增长的环境。第三，制造升级。在相对传统的制造领域，随着去产能和全球产能的转移，很多领域上市公司已经处在中国甚至全世界领先的水平，行业集中度持续提升。随着企业盈利改善，制造业投资需求回升，部分相对传统的制造领域也有望诞生小白马。第四，绿色中国。我们认为，明年投资增速大概率下滑，园林环保类基建有望保持较高增速。对地方财政和 PPP 规范以及金融监管落地后，若利率能稳步下行，园林环保 PPP 类上市公司的压制因素将会解除。

【主题跟踪】政策主题方面，短期关注价格改革板块（铁路、天然气、环保）的投资机会，中长期仍抓住经济转型、开放的大方向，重点关注房屋租赁、先进制造（信息技术、新能源汽车、人工智能等），自由贸易港和雄安新区。

【财经要闻】美国税改分歧继续 欧元区经济增长仍强劲；国务院成立金融稳定发展委员会 金融业扩大对外开放；出口步入平稳期，进口需求仍强劲；地产销售降幅收窄土地供应加快，中游发电耗煤走弱。

【估值/解禁跟踪】上周全部 A 股估值（TTM）环比上升，沪深 300 与中证 500 成分股整体估值上升。下周限售股解禁规模环比下降，其中定增解禁规模为 181 亿；上周全周重要股东二级市场减持 44.5 亿。

【盈利预测】对全 A（非金融）2017 年盈利预测持平，对中小板 2017 年盈利预测下降，对创业板 2017 年盈利预测下降；对部分周期品（特别是钢铁）、食品饮料等行业盈利预测上调，对国防军工、通信等行业盈利预测下调（均为 Wind 一致预期）。

## 2、银行理财发行持续放缓，基金发行规模显著提升——A 股市场流动性监测周报（1113）

（分析师：侯春晓 等；联系方式：13801716248houchunxiao@cmschina.com.cn）

银行理财发行持续放缓，基金发行规模显著提升——A股市场流动性监测周报(1113)

今年以来，去杠杆、严监管的趋势下，银行理财监管不断加码。受此影响，银行理财产品发行明显放缓，近两个月连续下降。Wind 统计数据显示，10 月银行理财产品共发行 10374 款，较 9 月减少 2319 款，与年初基本持平。

11 月 6 日-11 月 10 日，招商 A 股流动性指数为 9.10，较前一周大幅上升 7.71，市场流动性上升。资金面预期指标下降，从 0.39 下降至-0.08。分项看，基金发行份额较前一周上升约 52.9 亿至 95.6 亿；基金持仓方面，股票型和混合型基金整体仓位(11 月 10 日)分别较前一周(11 月 3 日)增加 3.05%和 2.15%至 91.72%和 84.12%。大盘股仓位较前一周增加 2.53%至 37.74%；中盘股仓位较前一周增加 1.69%至 19.69%，小盘股仓位较前一周减少 1.98%至 24.37%。

### 3、价格与价值的再评估——沪深股 VS 港股估值与盈利比较 20171115

(分析师：侯春晓 等；联系方式：13801716248houchunxiao@cmschina.com.cn)

价格与价值的再评估——沪深股 VS 港股估值与盈利比较 20171115

国内 A 股市场投资者结构发生深刻变化，价值投资的理念逐渐增强。监管加强，概念炒作导致的高估值泡沫持续受到挤压。考虑到盈利增长，A 股整体市盈率将继续下降。

沪港通、深港通、MSCI 等市场开放趋势确定，将加强 A 股市场与港股市场的联系，A 股与港股的估值差距将进一步缩小。

A 股分板块，各板块 PE 处于近十年来中等偏下水平，但和近十年中位数相比较差异不大。A 股市场上分行业银行、非银金融、家用电器、房地产、建筑装饰、农林牧渔是处于近十年历史 PE 较低的行业。

A 股市场一线龙头、白马股的 PBROE 远高于其他概念板块，和港股的 PBROE 一致。去产能带来 A 股上、中游行业采掘、钢铁、有色金属行业 2017 年 PBROE 大幅上升，维持高 PBROE 存在一定难度。



A 股市场银行、非银金融、家用电器、建筑装饰业是 PBROE 较高的行业，主要原因是 ROE 相对较高。

港股市场金融、消费者服务业、地产建筑业是 PBROE 较高的行业，也主要源于 ROE 较高。

从 PEG 估值来看，沪深 300、港股通 PE 和盈利增长率表现一致，盈利增长率上升明显。

中证 500 的 PE 和盈利增长率均下降，其中 PE 下降更快。A 股非银石油石化 PE 下降，盈利增长率上升，其中盈利增长率上升更明显。

整体上，上证 A 股、深证 A 股、沪港通净归属母公司净利润增长率相比 PE 估值均改善，在宏观经济稳定结构优化的过程中，企业盈利有望保持增长。

PE、PBROE、PEG 三种估值指标显示，总体上，港股相比 A 股估值较低，继续推荐配置港股通和沪深 300 指数成份股。

A 股分概念看，推荐配置一线龙头、白马股，估值较低。分行业看，金融业、房地产、家用电器、消费者服务业（港股），估值相对较低，盈利优于其他行业。

在经济结构升级、产业结构升级背景下，消费类电子、通信行业业绩改善确定性强，也值得持续关注。

### 三、行业报告精粹

#### 1、钢铁行业库存点评报告—钢厂、社会库存均加速下降

（分析师：杨件 等；联系方式：13817160546 yangjian7@cmschina.com.cn）

社会库存超预期加速下降。本周社会库存总量下降 3.9%，连续 5 周出现下降，且呈现加速下降趋势；本周长材库存下降 6.3%，板材库存环比降 0.8%，环比降幅亦开始扩大。社会库存总量高于 2015、2016 年但仍处于历史低位，库存环比下降趋势略强于往年季节性。库存下降超预期，充分验证了采暖季限产带来供需缺口的逻辑。随着限产执行，后续库存有望继续加速下降。

长材降幅加速，板材降幅平稳。本周螺纹钢库存环比大幅下降 6.3%，降幅较上周有所大幅提升，显示需求依然强劲。板材库存总体持平，降幅有所扩大，主要原因或与部分钢厂转产板材有关（前期卷螺差持续拉大，钢厂原料供给从长材调剂至板材）。

钢厂库存亦加速下降。本周螺纹、线材、热轧、冷轧、中厚板厂内库存周环比分别为 -9.6%、-12.5%、1.1%、0.6%、-4.3%。长材厂内库存亦呈现加速下降趋势，板材保持平稳。同时，10 月中旬大中型钢厂库存 1280 万吨，仍维持在 1200 万吨的历史最低水平附近波动。本旬钢厂库存同比下降 6%，月环比下降 0.3%，短中期仍处于下降趋势中。

钢厂利润高位继续攀升。受益于铁矿石、焦炭价格大幅下跌，钢铁利润近期仍处于震荡上行趋势中。截至上周五，测算的五大品种（螺纹、线材、热轧、冷轧、中厚板）吨钢毛利分别为 863、1121、838、783、794 元/吨，均值为 880 元/吨，与本轮高点相差仅为 230 元/吨，后续创新高的难度不大。

重申本轮钢铁反弹逻辑利润驱动，10 月份进而四季度利润再超预期。11 月份前后库存下降、期货修复贴水上涨两大催化剂出现。标的选择仍看吨钢市值---品种差别仍远小于市值弹性（与市场不同之处：采暖季影响最大是带钢，不属于板材，对对长材板材影响差别不大）。首选高弹性八一钢铁、\*ST 华菱、新钢股份、方大特钢、中国东方集团等，低估值宝钢股份、首钢股份、鞍钢股份、太钢不锈等。

风险提示：采暖季限产不达预期；宏观经济下滑。

## 2、招商“交”点之周报篇一机场再创新高，密切跟踪航空数据

（分析师：袁钉等；联系方式：010-57601857 yuanding@cmschina.com.cn）

交运板块市场变化（本周）：本周，沪深 300 指数报收 4112 点，上涨 3.0%；申万交运指数报收 2990 点，上涨 0.7%，落后沪深 300 指数 2.3%。二级行业共有 1 个跑赢沪深 300 指数，其中机场涨幅最大（+4.3%），港口跌幅最大（-0.8%）。个股本周上涨 62 家，未涨 6 家，下跌 35 家；涨幅最大的是中储股份，上涨 11.5%；跌幅最大的是韵达货运，下跌 5.7%。

航运（本周）：（1）干散：BDI 报收 1464 点，本周下跌 0.8%；BCI 报收 3360 点，本周上涨 10.7%；BPI 报收 1418 点，本周下跌 9.2%；BSI 报收 912 点，本周下跌 10.1%；BHSI 报收 644 点，本周下跌 3.0%。（2）沿海干散：CCBFI 综合指数报收 1246 点，本周上涨 0.9%。（3）集运：CCFI 报收 784 点，本周上涨 0.6%；SCFI 报收 782 点，本周下跌 4.5%。（4）远洋油轮：BDTI 报收 802 点，本周下跌 4.7%；BCTI 报收 546 点，本周上涨 1.9%。

航空（本周）：（1）油价：布伦特原油报 63.5 美元/桶，本周上涨 2.3%；（2）汇率：美元兑人民币汇率中间价报收 6.63，本周上涨 0.3%。（3）合计：运输量同比+15%，环比-2%；价格同比-2%，环比-3%；客座率 78%，同比-3pct，环比-1pct。（4）国内：运输量同比+15%，环比+1%；价格同比-1%，环比-4%；客座率 80%，同比-4pct，环比-1pct。（5）国际：运输量同比+16%，环比-8%；价格同比-6%，环比-6%；客座率 74%，同比-1pct，环比-1pct。

铁路（十月）：2017 年 10 月，大秦线完成货物运输量 3736 万吨，同比增加 11.46%，日均运量 120.52 万吨。

投资策略：本周，白云机场和上海机场股价双双创历史新高，板块长期投资价值逐渐被市场认可，继续推荐白云机场（19 年产能爬坡释放业绩），关注上海机场（17 年免税销售超预期或难持续）。民航供给侧改革的核心是严控枢纽机场时刻放量，高品质国内航线收益进一步提升；而航企短期机队引进相对刚性，运力增投主要通过枢纽机场宽体机置换、拉长航距以及低线机场完成，资产周转率和三四线机场收益面临压力，综合影响尚待观察，相对看好国航和南航。个股重点推荐组合：春秋航空、白云机场、中远海特、福建高速、韵达股份、外运发展、龙洲股份、建发股份

风险警示：宏观经济大幅下滑

### 3、原油周观点 20171111—美国原油日产量创历史新高

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

地缘政治好戏上演，支撑油价继续上移。在突兀的沙特内部反腐风暴、权利移交及周边区域紧张局势升级等因素带动下，油价延续强势表现。沙特明确表态 12 月继续减出口，市场对减产协议延长持乐观态度。虽然有美国原油产出创新高、库存增加等因素

对冲，但截至周末布油仍收 63.6 美元/桶涨 2.46%；WTI 收于 56.9 美元/桶涨 2.26%。过去几年的供应过剩令地缘政治风险的敏感度大大降低，但当前油价正重新因地缘政治风险溢价的回归而变复杂。

沙特掀反腐风暴，新领导人强势崛起。在上周末开始掀起的反腐风暴中，包括“中东首富”阿勒瓦利德等在内的多位王子被捕，被没收充公的财产总额预计超过千亿美元，国内政界迅速洗牌。同时，沙特国王 10 日表示有意最早在 48 小时内将王位让给“铁腕王储”萨勒曼。此次反腐行动意在借机清除顽固的保守势力，为萨勒曼继位并推行一系列改革措施打下基础。新王储的个人特质相对比较开明、强势，经济方面意图摆脱石油依赖，政治方面试图引导沙特成为温和的伊斯兰国家。我们认为政权更迭并不代表其石油政策被颠覆，短期沙特仍需要独自支撑减产，确保 11 月底会议取得成果才是关键。

中东火药桶正在点燃的边缘。受沙特支持的黎巴嫩总理周二在沙特宣布辞职，反对派解读其为受沙特逼迫。同时，沙特在利雅得机场附近拦截并摧毁了据称是由胡塞叛军从也门发射的弹道导弹，其指责导弹为伊朗提供，伊朗予以否认，两国角力的戏码再次上演。市场主流观点认为两国直接冲突的可能性不大，而黎巴嫩的代理人战争风险却在加剧。有分析称两国若直接冲突，霍尔木兹海峡的关闭将影响世界 20% 的原油供给，油价将飙涨至 200 美元，此判断颇具炒作意味，但地缘政治对于油价的提振效应可见一斑。

美国原油产量创历史新高验证我们判断。11 月 3 日当周，美国原油产量达 962 万桶/天，超过 2015 年 6 月创下的 961 万桶/天的最高产量纪录。其中本土 48 州产量达 911.1 万桶/天，阿拉斯加产量 50.9 万桶/天。由于 15 年产量高峰在夏季阿拉斯加产量低点时期到来，因此我们认为当前产量还将继续创新高，年内反弹的高度可能在 970-980 万桶/天。

11 月 10 日当周，美国原油钻机数短期触底回升 9 台至 738 台，其中 Permian 盆地钻机数回升至 386 台的近几年高点。尽管活跃钻机数受飓风等因素影响在近两个月内连续回落，但美国原油产量仍创新高。如果将油井比作钻机的“产品”，结合高企的库存井数据，我们也不难理解为何钻机数不升反降。今年以来，Permian 盆地的 DUC 数量不断刷新历史新高，截至 9 月底已经接近 2500 口，这一部分油井可以很快投入生产，对产量的影响不容小觑。

Q4 原油高位震荡可能大，总体仍维持 Brent 核心区间 45-60 美元“中油价”观点，但地缘政治是最大的不确定。未来 1 年油价波动的主因依然是 OPEC 减产力度与美国页岩油产量增速之间的动态博弈。基于此判断，持续关注 4 条主线：一是涤纶长丝的中期复苏和龙头进军大炼化，维持首推桐昆股份；二是滚动低成本收购美国页岩油核心资产，重点推荐新潮能源；三是继续长线看好具有天然气一体化产业链优势的中天能源；四是丙烷脱氢制丙烯高景气，推荐东华能源。风险提示：页岩油产量持续超预期；地缘政治风险。

#### 4、石化周观点 20171112—涤纶长丝 Q4 有望超预期，中美能源合作潜力大

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

最新原油观点：美国原油日产量创历史新高。在突兀的沙特内部反腐风暴、权利移交及周边区域紧张局势升级等因素带动下，油价延续强势表现。沙特明确表态 12 月继续减出口，市场对减产协议延长持乐观态度。虽然有美国原油产出创新高、库存增加等因素对冲，但截至周末布油仍收 63.6 美元/桶涨 2.46%；WTI 收于 56.9 美元/桶涨 2.26%。过去几年的供应过剩令地缘政治风险的敏感度大大降低，但当前油价正重新因地缘政治风险溢价的回归而变复杂。我们继续维持去年下半年以来的 Brent“中油价”观点，油价仍将在“上有顶、下有底”的“中油价”区间运行。

大石化产品：本周石脑油价格上涨 3.50%，乙烯、苯乙烯、纯苯、甲苯分别上涨 4.00%、7.53%、2.82%和 1.18%，丙烯价格下跌 2.61%，丙烷和丁烷价格分别上涨 2.50%和 0.71%。化纤产品：本周 PX 进口价格上涨 1.89%，PTA 和 MEG 分别上涨 0.06%和 1.22%，涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 分别上涨 1.61%、1.26%和 0.93%；锦纶产业链己内酰胺下跌 4.09%，锦纶 POY 价格下跌 0.45%；氨纶 20D 和 40D 价格走平。截止 11 月 3 日，中纤网统计涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 的库存天数分别为 11、12 和 20.5 天，环比分别下跌 1.5、1 和 1 天。本周涤纶长丝产销率在 110~120%，行业库存继续下降，长丝价格继续上涨，维持涤纶长丝行业中长期复苏的观点，建议重点关注桐昆股份。橡胶产品：本周天然橡胶上涨 1.13%，丁苯橡胶和顺丁橡胶均分别下跌 5.13%和 7.05%，丁二烯（FOB 韩国）价格持平。目前下游国内全钢胎和半钢胎的开工率为 68.06%和 69.71%，开工率环比提升 0.46%和下降 0.59%。丙烯酸产业链：本



周丙烯酸价格下跌 0.65%，甲醇和乙醇分别上涨 3.82% 和 0.75%，丁醇、辛醇、丙烯酸甲酯、丙烯酸乙酯和丙烯酸丁酯价格下跌 3.21%、1.68%、4.40%、3.23% 和 6.13%。其他产品：本周环氧乙烷和正丁烷价格走平，PO 和醋酸分别下跌 6.37% 和 1.31%，顺酐、MTBE 分别上涨 6.39% 和 0.71%。国改方面：《深化石油天然气体制改革的若干意见》下发，我们认为油气改革的核心是价格机制市场化和市场准入放开，关注天然气价格市场化、民营炼油放开、LNG 接收站放开确认及油气专业化重组，关注荣盛石化、桐昆股份、恒力石化、恒逸石化、中天能源、中国石化和大庆华科。关注中石化销售公司上市带来的价值重估，重点关注中国石化。

原油相关数据监测。截至 11 月 11 日，美国活跃石油钻机数上升 9 台至 738 台，截止 10 月 27 日当周美国原油产量较上周增加 6.7 万桶/天至 962 万桶/天；11 月 3 日当周美国原油商业库存 4.571 亿桶，周下降 223.7 万桶，汽油库存 2.095 亿桶，周下降 33 万桶。

化工品价格监测。在我们监测的 53 种化工产品中，本周涨幅前 5 名的产品分别为天然气、苯乙烯:FOB 韩国、顺酐（华东）、碳四原料气:齐鲁石化和苯乙烯:华东地区，分别上涨 9.45%、7.53%、6.39%、6.32% 和 5.77%。在我们监测的 29 种化工产品价差中，本周涨幅前 5 名分别为顺酐-纯苯、PA6-CPL、顺酐-正丁烷、苯乙烯-石脑油和聚丙烯-丙烯，分别上涨 19.71%、15.91%、14.45%、11.96%、10.36%。

中油价时代可以持续关注 4 条主线：（1）是涤纶长丝的中期复苏，化纤龙头进军芳烃大炼化，建议推荐桐昆股份，（2）低成本收购美国页岩油资产的窗口依然存在，重点推荐目标成为国际化中大型石油公司的新潮能源；（3）我们长线看好拥有海外便宜气源的天然气一体化公司，重点推荐中天能源；（4）中油价丙烷脱氢制丙烯（PDH）处于最佳盈利区间，推荐龙头东华能源及卫星石化。

本周模拟组合：本周模拟组合不变，为桐昆股份、东华能源、新潮能源、中国石化和中天能源，权重各 20%。上周我们模拟组合的收益率为 1.86%，累计收益率为 15.48%，超额收益率为 9.37%。

风险提示：国际原油价格暴跌，下游化工品需求下降。

## 5、一张图看懂 A 股家电估值 17w45—A 股国际化进程中的先行者和相对洼地

( 分析师：纪敏 等；联系方式：0755-82960304 jimin@cmschina.com.cn )

《谁在定价 A 股家电？0923》-“近年来 A 股市场风格偏向价值且“外资”不断涌入，一定程度上重构了家电板块的估值（CS 家电的 PE 中枢较历史均值溢价+19%）基准：1,价值蓝筹,估值中枢对标海外得以抬升,如美的集团等；2,周期成长股,如厨电（老板电器）的估值波幅收窄,底部抬高。”家电板块估值的周期波动显然不会被熨平,但“与时间为友”或许会变得更具有现实意义。白电龙头具有显著的全球产业竞争力,陆港通和纳入 MSCI 将加速 A 股家电估值的国际化。估值中枢上移+预期 2018 盈利增长,家电优质蓝筹的另类估值切换（戴维斯双击）已经在悄然发生,这或许也是 Q4 行情的实质。

“外资”影响估值体系和波动率。海外经验：1,“外资”持股比例的提升会影响股市的投资者结构,相对更加理性的风格带来股市振幅收窄和估值中枢的下降,市场稳定性相对提高；2,“外资”加速进入时风格偏向大盘蓝筹以及行业龙头；3,相对于日韩台湾 20% 以上的外资持股比例,A 股市场“外资”持股自由流通市值占比不足 5%,陆港通和纳入 MSCI 将加速 A 股的国际化。

白电是 A 股消费品国际化进程的先行者和估值洼地。陆港通北上资金是配置白马消费的主力军。截至 2017Q3,QFII 重仓股行业占比,食品饮料 18.8%家电 11.9%医药 7%；陆港通北上资金持股行业占比,家电 13.4%食品饮料 19.7%医药 9.1%。“外资（QFII+陆港通）”在家电蓝筹持股占总市值的比例大致为“美的 25%格力海尔老板均为 15-20%”,受青睐的还有飞科电器和小天鹅 A。国际对比市盈率 PE,A 股消费品整体较海外市场初显溢价;隐含 A 股相对更优的成长性。龙头公司比较,美的海尔格力相较海外同类企业仍有一定折价（美的考虑 Kuka 因素分部估值,海尔领先品牌国际化,格力 vs 大金显著低估）。

家电是中国具备全球竞争力的产业之一。品牌制造规模,全球白电前四强（不分先后）为美的海尔格力惠而浦。全球区域产能分布,中国第一（空调 74%冰箱 52%洗衣机 37%）；全球区域销售占比,中国第一（空调 44%冰箱 31%洗衣机 26%）。当然,中国制造的全球化并不等同于中国品牌的国际化,出口中代工的比例依然高达 70%；海尔是自主品牌输出的先行者。据 ClarivateAnalytics,美的发明专利数量连续三年稳居家电领

域全球第一;全球家电创新十强还包括海尔和格力。不仅是全球化产能布局,中国企业的海外品牌扩张也如火如荼,如美的收购东芝和 Kuka,海尔收购 Gea 等。

风险提示:地产景气下行超预期、原材料价格波动超预期

## 6、餐饮旅游行业周报—绩优股爆发，拥抱连锁酒店龙头

( 分析师:梅林 等;联系方式:18818238656 meilin@cmschina.com.cn )

大盘强势五连阳,家电通信领涨两市,旅游板块涨幅居前。本周 A 股多数板块上涨,餐饮旅游板块指数上涨 4.49%,表现强于沪深 300 指数(上涨 2.99%)。个股方面,板块优质龙头锦江、国旅、首旅、宋城等大幅上涨。

宋城新签黄帝千古情,轻资产项目再下一城。11 月 9 日,宋城演艺发布公告,公司与合作方就宋城黄帝千古情景区项目签署《合作协议书》。项目公司将向宋城支付一揽子服务费用共计 2.6 亿元,此外,对项目进行日常经营管理期间,公司按照景区经营收入的 20%收取基本管理费,预计 2020 年 3 月建成开业。该项目位于新郑市北部,紧邻郑州,新郑市作为黄帝故里,拥有 8000 年的裴李岗文化、5000 年的黄帝文化、2700 多年的郑韩文化,周边聚集着洛阳、开封、郑州、许昌等多朝古都,人文旅游资源禀赋位居全国前列。公司此前的绝大多数项目均位于南方省市,此次签署新郑项目有利于增强宋城品牌在北方省市的知名度与影响力,积累开发北方文旅项目的经验,为进一步向全国扩张奠定基础。

亚特兰蒂斯明年 Q1 开业,利好三亚海棠湾免税店引流。据媒体报道,三亚亚特兰蒂斯项目将于 2018 年第一季度盛大开业。由复星集团投资 110 亿元兴建的三亚亚特兰蒂斯位于海南省三亚市海棠湾,项目占地 54 万平方米,坐拥 1314 间全海景房及水底套房、占地面积 20 万平方米的水世界冒险乐园、海水总量达 17500 吨的水族馆、可同时容纳 1800 位观众欣赏表演的海豚湾剧场以及设施专业的海洋哺乳动物医院和海狮乐园。作为综合性的娱乐及度假目的地,三亚亚特兰蒂斯将凭借极具特色的奢华水底套房、大型露天水族馆、丰富多彩的用餐选择等服务与设施,成为三亚旅游新地标和国际瞩目的旅游胜地,届时,三亚海棠湾免税店有望迎来增量客流。

风险因素:宏观经济增速下滑;旅游行业系统性风险。

## 7、轻工制造行业 2018 年度投资策略：重回“小时代”

( 分析师：郑恺等；联系方式：021 - 68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn )

2017 年造纸、家居业绩大幅增长，造纸行业超额收益多。年初至今，轻工制造板块指数下跌 7.42%。而造纸和家具板块在 2017 年的表现相对较好，分别取得了 6.69%、6.39% 的涨幅，印刷包装行业整体下跌 13.65%，文娱板块企业间表现分化明显，今年以来文娱用品指数下跌 25.63%。总体看，收益严格遵循了与业绩挂钩的特点，从三季报看，盈利超预期的公司基本集中于造纸和家居板块；此外，市场风格看，轻工板块里市值较大的企业，整体取得了更多的超额收益，而小市值公司整体表现相对偏弱( 见图 11 )。

2018 年轻工行业重回“小时代”。我们看好各自市场中，市值较小的冠军企业，这类公司 2017 年成本压力较大，增速较慢，但行业加速洗牌，2018 年预计成本压力环比逐渐走弱，毛利率有望触底，且市占率提升带来企业收入增长加速；其次，出口导向的轻工家居公司前期研发投入加大，带来订单升级，其下游客户集中化以及国外复苏拉动收入加速；最后，我们认为国企改革将在轻工小市值公司中取得更多进展。

2018 年期待“小而美”的公司，依然业绩为王，维持行业推荐评级。我们看好行业内的冠军公司：太阳纸业( 成本低，2018 年仍有产能扩张 )，尚品宅配( 渠道进入扩张期 )、华泰股份( 新闻纸&烧碱提价加速环比业绩 )、裕同科技( 大客户订单驱动 )、合兴包装( 包装行业集中加速，毛利率拐点向上 )；出口导向型企业订单集中化：永艺股份( 研发驱动，订单加速 )、哈尔斯( 内销改善，出口提速 )、梦百合( 成本下行，收入扩张 )；国企改革加快：岳阳林纸( PPP 项目落地大年 )、民丰特纸( 小市值国企或引入战投 )。

风险因素：出口增速放缓，成本进一步上行。

## 8、医药生物行业 2017 年第 46 周周报—看好医药行业四条投资主线

( 分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn )

主要观点：

上周板块数据回顾：上周上证综指上涨 1.81%，中小板上涨 4.02%，创业板上涨 3.69%。医药生物板块表现稍弱，上周上涨 2.77%，跑输中小板和创业板。上周医药生物子板块全部上涨，中药饮片个股集体表现优异，板块上涨 6.19%，涨幅最大；医疗服务板块、医疗器械板块分别上涨 4.27%、3.92%，涨幅较大。此外，受神州易桥等个股影响，中成药板块上涨 1.59%，相比涨幅较小。

个股方面，化学制药个股表现强势，四只股票跻身涨幅前十，其中，健康元、浙江医药分别上涨 18.3%、17.8%，分列涨幅第二、第三；亿帆医药收购 NovoTek 布局全球药品制剂市场，前景看好，涨幅为 16.8%；紫鑫药业与九州通签署 1.95 亿元人参产品购销协议，业绩可期，上涨 11.9%。此外，龙津药业收购两家灯盏花药品产业链公司，上涨 19.8%，涨幅最大；国家鼓励创新政策红利持续释放，万东医疗、南卫股份分别上涨 12.0%、11.7%。跌幅方面，贝达药业三股东拟减持，股价下跌 8.6%；神州易桥剥离制造业务，下跌 8.4%，两者位列跌幅前二。

投资策略上，10 月份医药行业表现靓丽，我们认为，表面上看是创新政策驱动下的医药板块估值切换行情，但实际上，表现较好的个股，大多数都是有部分药品增速在加快，虽然不一定马上反映在业绩上，但市场愿意给更高估值。沿着“创新+增速加快”这条线，我们强烈推荐的标的是：1、信立泰，被低估的创新药企业，明年开始每年 1~2 个首仿或创新药，18PE 仅 21 倍；2、通化东宝，业绩稳健 30%的增速；3、云南白药，看好未来持续快速增长；4、太极集团，混改预期+定增底价提供安全边际；5、老百姓，全国布局连锁扩张，虽然短期股价受压制，但估值仅 34 倍。

风险提示：市场波动风险，个股业绩不达预期

## 9、秋季糖酒会微酒论坛之一——洋河高管观点：中国高端白酒八大趋势、未来格局以及新商机

( 分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn )

11 月 8 日，微酒第三场重磅论坛“时代新国酒？梦之蓝手工班 中国高端酒发展研究高峰论坛”在重庆天来大酒店如期举行。洋河股份副总裁朱伟围绕“高端白酒”这一热点话题奉上了一场干货满满、精彩纷呈的演讲，发言主要包括高端酒爆发原因剖析、高端酒未来发展趋势两个重要部分。



高端酒爆发原因八大原因剖析：

深度压抑之后的消费反弹：前两年价格大幅下跌为近期反弹蓄势

深度压抑之后的渠道反弹：渠道对价格升降有放大效应

中产阶级群体的逐步扩大：中产群体在消费中寻找自身身份符号

独生子女一代成为消费主力：80-90 后在收入、负担、消费观念上显著不同

通货膨胀因素：考虑包含通胀的购买力提升，高端的爆发性可能并不夸张

政府消费官员消费进入新常态：消费状态从过度紧张到新常态

房地产周期带动：房地产爆发带来的商业往来、宴请大量增加成为重要因素

高端酒向名酒品牌集中：行业结构变化，地方企业的份额被压缩

高端酒发展的趋势和变化：

高端酒的消费需求会稳定增长：推动因素未变，需求仍将持续

高端酒的投资性需求继续强化：随高端酒终端价格提升，投资热情较高

高端酒价格会继续稳定走高：上市公司业绩驱动，量稳价升是理性选择

高端酒发展最终取决于经济：若经济进一步繁荣，高端酒增速将加快

高端酒入场券基本分发完毕：根源在于消费者心理高端品牌建立规律

高端酒格局远未定型：每一个十年，格局都大有不同

高端酒将带动行业持续扩容：白酒品类在所有的酒精饮品当中的地位亦提升

高端酒发展需要做好积极引导：高端消费群体需培育，每个价位都可升级

## 10、煤炭产业链跟踪周报（2017-11-12）——现货全面走弱，煤炭股持续盘整

（分析师：卢平等；联系方式：18601212870 luping@cmschina.com.cn）

动力煤方面，主产地库存压力明显，煤价整体延续回调态势；受下游需求滑落影响，港口煤价本周跌幅继续扩大，秦港 Q5500 煤价跌至 674 元/吨；港口库存仍然维持较高水平，下游电厂库存持续回升，库存天数已连续 12 日维持在 20 天以上；近期动力煤需求疲软，淡季特征明显，预计短期仍将弱势下行。煤焦钢方面，钢价高位上行，焦炭本周跌势略有收窄；下游产业链需求回落致使焦煤价格下行，短期承压或大于动力煤。投资策略方面，环保限产对焦煤价格的冲击已经显现，动力煤价持续回落，现货全面走弱，加之市场对后续经济走势仍存隐忧，煤炭股近期处于盘整格局，自 9 月初高点至目前已回调 15% 以上。建议等待此轮回调完成后进行抄底，预计时点可能在环保限产结束后，重点关注山西煤炭企业西煤、潞安（冶金煤叠加国改）、山煤（国改进程最快）、阳煤（有望实现资产整体上市）。

期货市场 动力煤 1801 合约结算价为 638.4 元/吨，涨 25.0 元/吨或 4.0%。螺纹钢 1801 报 3790.0 元/吨，涨 159.0 元/吨或 4.4%。焦炭 1801 报 1821.5 元/吨，涨 91.0 元/吨或 5.3%。焦煤 1801 报 1207.5 元/吨，涨 72.0 元/吨或 6.3%。

煤-焦-钢：钢价高位上行，双焦弱势回调

钢价高位上行。全国螺纹钢 HRB400 20mm 均价 4148 元/吨，涨 77 元/吨或 1.9%；上海地区螺纹钢 HRB400 20mm 报价 4090 元/吨，涨 140 元/吨或 3.5%。

焦炭价格弱势回调。唐山二级焦到厂价 1665 元/吨，跌 25 元/吨或 1.5%；天津港一级焦平仓价 1845 元/吨，跌 100 元/吨或 5.1%。

港口焦煤价格弱稳。京唐港山西主焦煤库提价 1650 元/吨，持平；1/3 焦煤库提价 1290 元/吨，跌 30 元/吨或 2.3%。

产地焦煤价格延续跌势。临汾主焦精煤车板价 1410 元/吨，跌 50 元/吨或 3.4%；临汾肥精煤车板价 1400 元/吨，跌 50 元/吨 3.4%。

港口焦煤库存缓慢回升。北方四港焦煤库存 93 万吨，上升 5 万吨或 5.9%。

动力煤：产地、港口煤价持续下行，电厂库存持续回升

产地、港口煤价持续下行。环渤海指数收于 578 元/吨，跌 3 元/吨或 0.5%；秦皇岛港山西优混（Q5500）报 674 元/吨，跌 20 元/吨或 2.9%；大同南郊（Q5500）动力煤车板价 510 元/吨，下跌 5 元/吨或 1.0%。

沿海运费高位震荡。秦皇岛至广州运费指数 CBCFI 收于 53.9 元/吨，涨 1.0 元/吨或 1.9%；至上海 CBCFI 收于 45.2 元/吨，涨 2.3 元/吨或 5.4%。

港口库存基本平稳，电厂库存天数持续 20 天以上。秦港库存 691 万吨，环比下降 17 万吨或 2.4%；六大电厂库存 1287 万吨，上升 70 万吨或 5.7%；库存天数为 22.0 天，持平；本周日均耗煤 55.7 万吨，上升 2.3 万吨或 4.3%。

投资策略：环保限产对焦煤价格的冲击已经开始显现，动力煤淡季价格回落，加之近期市场对后续经济持续产生担忧，建议等待环保限产结束后的投资机会。后续可关注山西煤炭企业西煤、潞安（冶金煤叠加国改）、山煤（国改进程最快）、阳煤（有望实现资产整体上市）。

风险提示：煤价大幅上涨引发政府逆向调控；山西国改进程低于预期；环保限产力度超预期；环保限产导致经济失速

## 11、（更新）计算机行业周报 2017 年 11 月 12 日—以龙头讯飞看 AI 加速商业化

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

计算机板块指数本周涨 4.05%。计算机板块目前 TTM PE 为 54 倍左右，板块分化愈加凸显，建议继续聚焦下游需求确定性较高领域，如政府投资相关的“泛基建信息化”以及估值较低的细分白马龙头，同时关注符合产业趋势方向的标的，重点关注互金、人工智能、SaaS、泛基建信息化等领域龙头个股。

以龙头看行业，科大讯飞围绕“三大行业+四大场景”发布多款新品，平台+赛道”战略稳步推进，AI 行业落地正在提速：11 月 9 日，以“顶天立地 A.I.赋能”为主题的科大讯飞 2017 年度发布会在北京举办。本次发布会上，科大讯飞全面展示了在语音、图像、视觉等人工智能源头技术创新上所取得的最新突破，并且围绕教育、客服、医疗三大行

业和翻译、移动、车载、家庭四大场景发布十余款产品。通过本次的科大讯飞的新品发布会，一方面可以看到科大讯飞在人工智能源头技术方面不断取得的巨大突破，更重要的是可以看到公司在应用层面的布局逐步加深。公司“平台+赛道”战略稳步推进，变现模式逐渐清晰。作为 A 股的人工智能龙头，我们可以从科大讯飞现阶段的发展态势侧面看出整个行业的趋势，即 AI 行业落地正在提速，一些龙头企业已经开始率先摸索出 AI 变现的雏形，结合目前我国人工智能产业在政策上的利好不断释放，我们坚定看好未来 3 年 AI 产业面临的整体行业机遇。

Waymo“真正无人”自动驾驶汽车上路，国内落地速度可能快于预期：谷歌母公司 Alphabet 旗下自动驾驶汽车项目 Waymo 近日在公路上测试了其“真正无人”自动驾驶汽车，此次无人驾驶测试达到了 L4 级别，意味着完全自动驾驶的时代或已不远，虽然距离完全商业化仍然面临诸多挑战，但随着民众对于无人驾驶的接受度逐渐提升以及政府监管的逐步放松，无人驾驶商业化将迎提速。国内无人驾驶虽然在技术和政策上相较于美国均有所滞后，但是国外无人驾驶的快速推进会对国内产生较强的传导和催化，国内的落地速度可能会快于预期。

从计算机行业的两个维度看投资机会曙光在前：一方面估值逐步消化，另一方面产业如火如荼。过去几次大的 IT 浪潮的基本规律是软硬件的核心技术的出现和整合，带来全新的人机交互方式，在此基础上产生大量的商业应用。标的选择上，建议自下而上的选择真正具有成长性的优质标的。继续建议投资者选择：1、业绩增长确定性高标的（估值不一定低）；2、业绩反转估值弹性较大的品种。行业整体来看，行业利润继续改善有望成为板块反弹的重要因素。重点关注：云计算、人工智能、消费金融/互联网金融、无人驾驶等。

风险提示：政策支持力度低于预期；核心技术发展遭遇瓶颈。

## 12、建筑行业定期报告—短期 PPP 政策规范，利于长期发展

（分析师：王彬鹏等；联系方式 021-68407543wangbinpeng@cmschina.com.cn）

上周回顾：1) 国土部：进一步完善不动产登记信息平台；2) 李克强：保持宏观政策稳定连续性，防范潜在经济风险；3) 上海楼市 7 年来第三次出现周期性成交下跌；4) 银企携手打造“长租样本”，租赁住房资产证券化有望提速；5) 超 50 城发布租赁政策，

租住市场生变租户选择增加；6) 海关总署：10 月份我国进出口总值 2.24 万亿元 增长 10.2%；7) 10 月份 CPI 涨幅连续 9 个月低于 2%；8) 国务院金融稳定发展委员会成立主要职责明确。

本周观点：本周我们继续推荐 PPP 园林和央企。个股方面，我们推荐铁汉生态、岭南园林、文科园林、东方园林、葛洲坝及大盘央企和地方国企等，关注山东路桥、四川路桥、丽鹏股份、金螳螂等。

1) 短期 PPP 政策规范，利于长期发展：根据综合信息判断，我们认为对于 PPP 的发展，政策是在规范，而非“打压”，作为新兴模式，前期暴露较多的问题，为了使 PPP 能走得更远，在初期规范其发展，也属于正常之举。对于 PPP 的未来发展，不必过度悲观，依然会是政策提倡的对象，短期的扰动不改长期趋势。此外，对于市场利率的提升，我们认为资金成本的上升，不会决定项目的落地与否，影响的是项目落地节奏，而且利率也难以实现持续的上升。目前，PPP 在经过过度杀跌之后，处于相对平稳时期，我们认为这提供了买入的机会。重点推荐铁汉生态、岭南园林、文科园林、东方园林、葛洲坝等，积极关注丽鹏股份等。

2) 基建央企订单延续高增长，估值低或存机会：基建央企新签订单延续高速增长，前三季度，中国化学新签合同 597.7 亿元，同比增长 56.15%，中国中冶新签合同 4076.2 亿元，同比增长 26.2%，中国建筑新签合同增长 25%，我们认为未来行业集中度将处于提升的状态，强者恒强的趋势不会变，基建央企等综合实力强的企业订单增长可持续；此外，央企层面改革也在推进，中国建筑、中工国际、中材国际等公布员工激励方案，有望调动员工积极性，提升企业效率，订单转化有望加快，业绩增长将更具保障。此外，央企估值普遍较低，中国建筑 17 年估值不到 9 倍，葛洲坝估值 10 倍左右，估值切换后或存一定机会。我们推荐中国建筑、葛洲坝、山东路桥、四川路桥、中国交建、中国电建、两铁等。

### 13、通信行业信息周报(第 46 周)：外资抢筹通信龙头；优质确定性成长股值得关注

(分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn)

周观点：



1、外资抢筹通信龙头；优质确定性成长股值得关注。年初至今，陆港通资金大量流入 A 股市场，带来对行业一线龙头估值修复。以海康、美的等为代表相关标的股价表现强劲。下一阶段，我们认为市场资金对一线龙头的争夺有望持续，同时建议关注优质确定性成长股（一般表现为细分行业的龙头公司）。例如物联网领域的【高新兴】、国内石英玻璃材料龙头【菲利华】等。重点推荐：【中兴通讯】、【烽火通信】、【亨通光电】、【光迅科技】、【中天科技】、【高新兴】、【菲利华】、【梅泰诺】、【天源迪科】。

2、从联通下半年频繁招标，看通信产业链机会。根据中国联通资本开支计划，上半年完成投资占比仅约 20%，下半年联通启动相关招标，加强传输网和无线网络建设。此外结合中国电信和中国移动 8 月传输网招标集采，电信行业需求相比于上半年有所改善。重点推荐【中兴通讯】、【烽火通信】、【光迅科技】。

3、“一箭双星”中国北斗开启全球组网序幕。11 月 5 日，我国采用“一箭双星”的方式成功发射了北斗三号的第一、第二颗组网卫星。开启北斗卫星导航系统全球组网的新时代，预计 2020 年左右，将完成 30 多颗卫星的组网，实现全球服务能力。此外，2017 年我国航天发射次数跃升至 30 次，中国航天加速超过美国有望在今年开启，卫星通信正逐渐从国家需求走向民用需求，市场空间被进一步打开。

4、光迅科技：携手科大国盾布局量子通信；打造光芯片平台能力。光迅科技同科大国盾成立合资公司（国迅量子芯），布局量子通信上游核心光电子器件。近年来公司通过外延方式实现了“有源+无源”芯片布局，并持续打造光芯片平台化能力，此次合作正式公司光芯片能力由传统光通信领域向量子通信领域拓展的案例。未来公司有望借助光芯片平台化能力逐步打来行业应用边界。

5、风险提示：5G 标准发展不及预期；运营商资本开支持续下降

## 14、招商建材周报 11.12—关注底部品种兔宝宝、长海股份、康欣新材

（分析师：郑晓刚等；联系方式 18613868657zhengxiaogang@cmschina.com.cn）

2017 水泥行业投资展望：2016 年我国水泥行业利润达 518 亿，同比增长 55%，（2015 年全行业 333 亿）。2017 年前三季度全行业利润达 579 亿，9 月份单月利润为 89 亿，

预测全年利润体量位于 800 亿-900 亿之间，同比增长幅度为 54%-74%。今年能有如此大的增长，主要取决于几个原因：（1）行业自律限产得到较好实施；（2）环保部门、地方政府、行业协会充分发挥积极作用，对企业的环保监控更加严格；（3）龙头企业（中国建材、海螺水泥等）赚钱意识强烈。对于 2018 年我们认为需求端（地产微微下滑、基建相对稳定）稳中微降，供给相对稳定，水泥价格将延续今年态势，保持稳中微涨趋势，行业整体利润保持 10% 增长。标的方面可持续关注盈利稳定的海螺水泥、华新水泥；具备整合预期的祁连山、宁夏建材、天山股份。

本周水泥观点：价格高位继续提升，北方即将全面限产。本周全国水泥市场价格环比继续上扬，幅度仍为 0.9%。价格上涨地区有河北、河南、江西、湖北、广东、云南和贵州等地，幅度 15-30 元/吨；无下跌区域。11 月上旬，国内水泥市场供需关系保持良好，水泥价格在高位继续提升。11 月 15 日起北方地区将全面进入错峰生产周期，且南方局部区域因环保和能耗压力，企业生产也有阶段性受限，所以良好的供需关系仍将维持，水泥价格也将会保持稳中向上的趋势为主。

2017 玻璃行业投资展望：由于地产不悲观，预计全年需求同比增加 4.6%，玻璃价格较为稳定，原材料的煤炭纯碱价格成为玻璃利润的变量，如果下半年涨幅较高，玻璃行业利润会低于 2016 年，反之则不然。股票价格受制于周期整体复苏，但玻璃弹性小于煤炭，钢铁，水泥。整体中性。

## 15、短期一二线重点城市销量筑底或带来估值提前修复机会，优选安全边际品种因流动性仍存风险——招商房地产周观点&高频追踪报告

（分析师：赵可 等；联系方式：0755-82943231 zhaoke@cmschina.com.cn）

行业策略：

（1）我们观点的变化：由过去难有超额收益的表述（只会有超跌后的估值修复），变为几周前开始提示板块超额收益区间渐进，强调全国销量同比自 16Q1 起持续脉冲式调整，9 月销量单月同比本轮周期首次转负，57 城高频数据显示 11 月销量降幅小幅扩大，分城级看，一线降幅明显收窄，二线降幅继续扩大，三四线降幅持平上月。维持全国销量同比 18 年中见底的判断，18 年全年销量呈现 U 型走势，这意味着明年上

半年最早春节前后可以加大配置地产股，目前看，四季度往后一二线城市销量降幅有望收窄，所以甚至今年年末一些够便宜或折价高的，布局往 1, 2 线集中的地产公司便已陆续出现买点机会

(2) 关于集中度提高的讨论：我们在 15 年的策略报告中就指出“从分散到集中”将是未来房地产行业趋势之一，行业从去年 2 季度开始的调整（包括 3, 4 线的滞后上涨）使得近期房地产行业集中度提高的逻辑增强，一方面在于限售限购背景下许多楼盘被“捂住”，一方面在于确实许多三四线的小开发商通过各种途径退出市场。龙头集中度提高的背景未来如何影响市场？

a. 短期看，销量过去脉冲式(扩散效应下的接力上涨)的调整式微，未来 2 个季度集中度提高的现象虽存在，但总体数据的回落会降低集中度提高的关注度，全局销量的调整会更为投资者感觉到

b. 再看长点，在预期的 18 年年中销量筑底后，龙头房企因库存累积和充分货值的保障，可能出现更高的弹性，市场届时愿意给出一个估值溢价

目前来看，更多的投资者关注地产股，在整体估值便宜之外，b 点是一个很重要的方面。

(3) 流动性仍是值得关注的重点因素：流动性或成短期风险点，而 cds 反映的风险偏好上升或加大这种风险的释放，配置上不利于高估值品种，而房地产板块是一个策略性很强的板块对流动性的边际反映很大，回避高估值品种，包括 NAV 高溢价以及 PE 高溢价。利率变化不单影响市场，也压制大家对房屋按揭贷款利率的判断，当然，我们仍判断按揭贷款利率其高点出现在今年 4 季度末到明年 1 季度

(4) 在行业的大背景下，市场对(类) REITs 这类型的产品需求还是比较旺盛的。但要强调的是并非这些融资工具的出现而使得房地产企业在未来得到改善的可能；而是随着行业不断的发展，城镇化进程进入下半场（未来还有十几年城镇化率突破 70%，城镇化进入成熟阶段），倒逼这些相应融资工具的出现，这是结果而非原因

我们一方面要把握热点，另一方面要注意公司的安全边际。我们需要思考是用行业增速法还是公司资产价值结合 PE 的方法去估值；考虑到 REITs 主动管理行业面对的仍是不动产，开发管理运营仍需要一定周期，其增速很难说今年做到 1 个单位，明年做

到 100 个单位，也并非按流量或者按人头来进行估值的。从过去的例子看，美国最大的 REITs 基金平台，高周转的存量运营公司，差不多也是 10 年 12 倍左右的增长，相当于是年化 20%-30% 的增速，因此我们认为约 30X PE 的估值是这类公司的一个基准

## 16、“吃鸡”游戏产业链深度分析—腾讯吃鸡手游将上线，有望将行业推向新高潮

( 分析师：顾佳 等；联系方式：021-68407977 gujia@cmschina.com.cn )

吃鸡游戏全球火爆。《绝地求生》全球下载量超过 1900 万，玩家数量约 1500 万。而中国游戏下载数量占比为 39.39%，玩家数量占比更是达到 47.74% ( 游戏单价为 98 元，此外为保障游戏体验一般还需采购 30 元/月的加速服务 )，空前火爆。游戏火爆的原因：( 1 ) 游戏设定以大逃杀为核心，融合时下热门游戏特点，游戏随机性强，具备紧张感；( 2 ) 社交属性强，用户有较高粘性；( 3 ) 直播电竞助力推广。

三款吃鸡手游占据 ios 免费榜前三，腾讯入局预计将行业推向新的高潮。强劲需求下，国内厂商开始布局吃鸡手游，涌现了不少作品。吃鸡手游改编有两大难点，一是在保留趣味玩法的同时适配移动硬件特性；二是要符合主管部门的规定，以规避政策风险。当前广电总局加强了对逃杀类游戏引进以及研发的监管，游戏国服短期受阻，此前上线的逃杀类游戏也有部分下架，已经拿到版号的游戏进行修改已符合主管部门的规定。但《荒野行动》《终结者 2》《小米枪战》三款有逃杀玩法的手游一上线就占据了 ios 免费榜的前三名，可见国内需求强劲。腾讯除计划在《穿越火线》中加入吃鸡游戏的玩法精髓；也正积极筹备代理吃鸡手游《光荣使命》，游戏若上线，腾讯凭借渠道优势及移动电竞产品的研发和运营经验，有望将国内逃杀类游戏推向新高潮。

吃鸡游戏催生加速服务需求，带动网吧流量，网吧加速服务或成增量。吃鸡类游戏都对 PC 配置以及加速服务有较高要求。一方面，1) 游戏画质逼真，采用虚幻 4 引擎，而虚幻引擎对配置要求较高；2) 单局多人参与，因此需要稳定和快速的联网环境，才能避免因为卡顿而影响游戏体验；3) 当前游戏目前服务器仍在海外，国服未能落地，容易出现延迟等问题。

相关标的：吃鸡类游戏研发与代理：腾讯 ( 代理的《光荣使命》正预约测试，《穿越火线》将加入吃鸡游戏玩法 )、巨人网络 (《光荣使命》手游由巨人网络小怪兽工

作室研发)、网易(《荒野行动》《终结者2》),金山软件(西山居是《小米枪战》的研发商)、电魂网络(《野蛮人大作战》加入吃鸡游戏玩法)中文传媒智明星通(在港台和东南亚地区、澳大利亚的 Googleplay 发行了《Last Battleground: Survival》。)第三方服务:迅游科技(吃鸡游戏国服受阻,对加速服务的需求会继续存在;手游化之后预计会产生对移动加速服务的需求)、顺网科技(吃鸡游戏对PC高配置要求带动网吧流量,网吧加速服务或成增量)

风险提示:行业监管政策发生变化风险,游戏上线进度及表现低于预期风险。

## 17、光伏系列报告之(九)——市场化交易摆脱单一客户风险,分布式将大发展

(分析师:游家训等;联系方式:021-68407937youjx@cmschina.com.cn)

度电成本快速下降,用户侧平价已经实现:随着系统成本的快速下降,中东部地区的光伏度电成本约0.68-0.99元/kwh,彭博测算仅为7.5美分/kwh,目前用户侧电价约0.43-0.96元/kwh,而光伏目前的成本已经在大部分情况下实现了平价上网,出现了明显的内生性。

商业模式成为限制分布式发展的瓶颈:目前用户侧已经平价,但70-85%的项目依旧依采用的是全额上网模式,背后最主要的原因就是自发自用模式以合同能源管理为主,存在被拖欠电费的可能。在这种情况下,企业即使明知道自发自用的模式收益率更高(对标用户侧电价),他们也会选择全额上网的模式(对标发电侧电价),这就限制了分布式的进一步发展。

市场化售电消除了单一客户风险,商业模式更健康、可持续。能源局下发《关于开展分布式发电市场化交易试点的通知》,正式提出分布式项目可以参与市场化交易,实现隔墙售电。如果能推广,分布式将摆脱单一客户购买模式的风险,该商业模式更强壮。我们预计,金融系统支持或参与这类分布式的意愿将更强。

分布式空间较大:以德国、美国的情况为基础,我们推算中国未来分布式光伏可以安装至300-500GW,而截至到2017年9月份,我们安装量不足30GW,未来发展空间较大。



投资建议：强烈推荐制造龙头通威股份、隆基股份、晶盛机电，分布式标的：正泰电器，阳光电源，林洋能源。

风险提示：电网对新政策执行力度不够、行业需求不及预期、成本下降幅度不及预期。

## 18、光伏行业系列报告之（十）：金刚线切割快速普及，显著降低光伏发电成本

（分析师：游家训 等；联系方式：021-68407937youjx@cmschina.com.cn）

金刚线在光伏硅片切割中，较传统的砂浆切割体现出碾压式优势：金刚线切割能够数倍的提高切割速度、比较显著的减低耗硅量，且生产过程更加环保，自从近几年光伏硅片切片用的金刚线国产化以来，就体现出了极显著的优势。

单晶硅片领域率先普及金刚线切片，通过细线化等改进还能继续降成本。单晶行业 2014 年左右率先在切片等环节成功导入金刚线切割，进而实现了成本的快速下降，目前，主要单晶企业已基本普及了金刚线切割，随着未来细线化、省线化、快切化等技术改进，单晶硅片成本还有望有所下降。

多晶硅片领域的金刚线切割+黑硅组合正在快速推广。过去金刚石线切割多晶硅片面临断线风险和制绒困难两大问题，近几年，主要的多晶硅企业通过金刚线+黑硅等组合技术成功解决了两大难题。目前，多晶硅行业正在规模推广金刚线切割技术，预计有望在 2018 年基本完成金刚线切割的普及，在显著降低多晶硅成本的同时，也将造成金刚线需求的集中涌现。

金刚线生产企业快速扩产，预计将很快实现供需平衡。金刚线需求随着其多晶领域的快速推广以及单晶行业的增长而高速增长，但近几年金刚线供应商均在大幅扩产，预计 2018 年金刚线供需将从供不应求转向供需平衡，金刚线企业将很快从总量竞赛走向品质竞争。

单多晶竞争的重心可能从硅片走向电池环节。单、多晶硅片先后应用金刚线，成本都实现了比较显著的下降，预计后续单晶与多晶的竞争，可能会更多的在电池片、组件等领域展开。



风险提示：金刚线行业提前价格战，光伏装机量增长或不及预期，海外贸易保护政策影响全球光伏市场。

## 19、钢铁行业周报—采暖季缺口逻辑基本兑现，继续推荐钢铁股！

( 分析师：杨件 等；联系方式：13817160546 yangjian7@cmschina.com.cn )

成交不错，需求大降，毛利再提升。本周跟踪的区域成交量有所回升，上海终端成交量环比增 2.1%。最近一周全国 236 家钢贸商出货量 20.4 万吨，周环比增 5.7%，月环比降 13.9%。库存方面，钢材社会库存 941 万吨，环比大降 3.9%，其中长材库存下降 6.3%，板材库存环比下降 0.8%，环比降幅呈现扩大态势。同时，10 月中旬钢厂库存旬环比亦有所下降，整体仍维持低位。受天气及限产影响的影响，本周开工率继续走低，其中全国 86.1%，环比降 0.9%；唐山 80.0%，环比降 2.3%。随着 15 日限产临近，预计后续开工率将持续下降。本周各品种钢价总体上升，测算的吨毛利延续回升态势，其中长材毛利维持在 980-1200 元/吨左右，板材毛利则为 850-900 元/吨。判断与原料价格滞后性有关。

采暖季限产带来供需缺口的逻辑基本兑现。本周库存下降超预期，充分验证了采暖季限产带来供需缺口的逻辑。预计 11 月 15 日其他地区进一步限产后，库存将进一步下降。低库存支撑供需，保证了价格及盈利弹性。同时，期货数据螺纹反弹铁矿焦炭下跌，体现了市场对限产逻辑的认可。判断需求淡季背景下，钢价震荡中向上但利润有望大幅扩张，进而带来四季度钢铁利润超预期。

继续推荐钢铁股。11 月份前后库存下降、期货修复贴水上涨两大催化剂已出现，重申本轮钢铁反弹逻辑利润驱动，10 月份进而四季度利润再超预期。标的方面，选择仍看吨钢市值---品种差别仍远小于市值弹性（与市场不同之处：采暖季影响最大是带钢，不属于板材，对长材、板材影响差别不大）。首选高弹性的八一钢铁、\*ST 华菱、新钢股份、方大特钢、中国东方集团等，低估值的宝钢股份、首钢股份、鞍钢股份、太钢不锈等。

自下而上个股继续看好首钢股份。首钢股份：典型的大集团、小公司，资产证券化率提高预期较强。前期大股东完成更名与整体改制，为未来的更大转型发展奠定了体制基础，转型改革预期再次升温，判断后续继续转型的可能性仍然较大。

风险提示：供给侧改革不达预期、钢铁下游需求下滑。

## 20、秋季糖酒会反馈暨食品饮料行业周报（2017.11.12）——行业信心满满，备战来年旺季

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

本周秋糖会调研干货满满，包括茅台、五粮液等品牌最新跟踪，以及高端白酒、啤酒等行业最新观点。投资建议上，建议坚守优质白酒，精选次高端、中档酒，目前看洋河、沱牌、古井仍存较大预期差；同时建议增加对食品板块的配置。四季度将是食品板块由防守转向进攻的起点，现价继续买入，守望食品双击。

茅台经销商座谈会反馈——明明可以靠品牌，还非要拼服务。经销商座谈会亮点：第一，经销商全面支持“控价”政策；第二，公司明年要继续优化茅台云商销售渠道，公司控价探索出利器；第三，公司和经销商都在思考如何增强文化传播，如何利用专卖店渠道和消费者增加互动。发货持续紧缺，着力打造专卖店成零售典范。经销商反馈10-11月份发货量再次紧张，很多地区批价超1500。未来专卖店打造成茅台零售的典范，明年云商还是发展重点，最终建立多元立体销售渠道。

五粮液调研反馈：渠道信心十足，20%增量消化较为轻松，正循环持续验证。专卖店经销商反馈已完成全年计划，三季度五粮液发货量加大，且茅台也在放量，五粮液批价短期回落，当前批价810-820，现在已经停货，经销商开始惜售，预计批价将逐步回升。百城千县万店计划开展顺利，渠道正循环的逻辑不断验证。预期18年量增20%以上，均价提5%以上，18年仅22倍，仍是最具性价比的品种。

洋河高管行业观点分享——中产消费推动高端复苏，高端扩容带动行业繁荣。洋河副总裁朱伟认为，高端白酒爆发源于深度压抑后的消费反弹和渠道反弹，核心推动力是中产消费的扩大。未来高端白酒需求和价格仍将稳步增长，行业入场券已发放完毕，但格局尚未定型。高端白酒的快速扩容，带动整体行业持续扩容。

重庆啤酒调研反馈：行业未见拐点性变化，公司产品结构不断高端化。公司依靠嘉士伯向高端化迈进。行业层面，朝日出售青啤股权，接盘者料难获话语权；百威并购米勒后未来2年难有较大动作。啤酒行业升级虽加快，仍未见拐点性变化。

投资建议：坚守优质白酒，守望食品双击。春节前优选一线白酒，高端茅台五粮液来年增速确定，短期建议首选继续配置高端。中线布局次高端弹性品种，需要容忍高估值，设定投资终点目标，精选中档白酒个股。目前看洋河、沱牌、古井仍然存在较大预期差。增加对食品板块的配置，在三四线需求回暖及城镇化提速的背景下，必需消费品从二季度以来显现加速趋势，但消费升级使得消费者优选熟悉和认可的品牌，利好龙头企业，四季度将是食品板块由防守转向进攻的起点，现价继续买入，守望食品双击。

投资组合：茅台、伊利、五粮液、洋河、古井贡、沱牌舍得、水井坊、泸州老窖、双汇发展、中炬高新、安琪酵母、山西汾酒、海天味业

风险提示：白酒涨价预期导致渠道囤货过多，食品需求增长不及预期

## 21、金属价格短期回调，不改长期向好趋势—招商有色最新观点

( 分析师：刘文平 等；联系方式：18682001290 liuwenping@cmschina.com.cn )

1、铜：近日国内铜库存回升，升水回落，对铜价有短暂压力。不过目前市场主要关注的是明年铜精矿和电解铜长单谈判，以及废铜相关政策。铜精矿 TC 下调，精炼铜溢价上调，明年铜市场供应偏紧，预计铜价中长期依旧保持上涨观点。推荐关注标的：江西铜业、铜陵有色、云南铜业，以及洛阳钼业、紫金矿业等矿资源优势标的。

2、铝：下周将要迎来 11 月 15 日，电解铝、氧化铝企业密集限产。氧化铝价格下跌、限产规模不及预期、库存迟迟不下降，这都成为近期市场看空电解铝的砝码。如果没有更多的催化剂，预计近日电解铝价格仍旧偏弱，有一定回调空间。不过中长期依旧看好供给侧改革带给整个行业的发展轨迹的纠正。电解铝相关标的依旧值得持续关注。推荐关注：云铝股份、神火股份、怡球资源、中孚实业、南山铝业、明泰铝业。原料预备阳极龙头且唯一上市标的：索通发展。

3、铅锌：现铅升水回落，精废价差本周也在不断收窄，已经回归到正常水平，铅价前期大涨的泡沫基本挤干净，后期基本面改善之下，铅价会有较好表现。铅锌整体库存都是最低位置，基本面良好。锌基本面压力短期相对铅稍大。铅锌矿加工费持续下降继续支持着中长期看多价格重要因素。值得继续关注。推荐标的：中金岭南、驰宏锌锗、锡业股份、西藏珠峰、建新矿业、盛达矿业、西部矿业、兴业矿业、盛屯矿业。

4、锂：锂目前供应紧张局面难以缓解，锂供给端投产项目虽然较多，但需求增速更大，短期仍维持偏紧。新疆地区由于天气原因企业大量减产，开工率低下，后续伴随冬季到来，盐湖锂产量缩减，将进一步加剧目前供应不足现状。继续推荐：赣锋锂业、天齐锂业、雅化集团。

5、钴：钴长期更为看好，钴供给弹性相对较小，未来随着三元材料占比提升以及新能源汽车放量，需求增速将加速提升，最新 MB 钴价 99.3% 报价在 29.7-31 美元/磅，上涨 0.15 和 0.5。继续推荐：洛阳钼业、华友钴业、寒锐钴业。

6、稀土：本周稀土价格较为稳定，主流品种氧化物价格维持变化，市场成交较为寡淡，商家观望后市。稀土行情目前处于拉锯阶段，上下游僵持，上游报价相对前日有所坚挺，下游拿货也不积极。上游对后市的期待在于稀土国储的推动，来改变稀土价格趋势，而下游需求企业，对于目前行业的供大于求的情况来看，稀土价格还有下降的空间，采购量也比较少。预计下周稀土价格依旧弱势运行。

风险提示：供给侧结构性改革低于预期；以及大盘的系统性风险。

## 22、军工行业信息周报—资本运作步伐提速，关注四季度投资机会

（分析师：王超 等；联系方式：010 57601716 wangchao18@cmschina.com.cn）

2017 年初至今，国防军工（申万）指数下跌 10.47%，跑输沪深 300 指数 34.69 个百分点。军工行业前期跌幅较深，市场对行业较为悲观，而随着行业三季报的出炉，经历大幅调整的军工行业整体估值已经回调至 60 倍附近。回到 14 年的水平。近期北船集团、中电科集团陆续公布资本运作方案，十九大以后军工集团的资本运作步伐明显提速，同时预计各项关键改革政策将在年内逐步落地，有望提振市场对行业的关注度。预计在 18 年，国防装备采购将实现全面提速，我们仍然建议寻找确定性较高的投资机会，持续看好低估值的主流军工白马，建议关注未来市场空间比较确定，估值水平比较合理，最先受益于国防建设加速的龙头企业。重点推荐中航机电、航发动力、中航黑豹、中国动力、四创电子、海兰信、天银机电等。

美军三艘航母及 11 艘宙斯盾战舰将进入韩国海域军演。韩国联合参谋本部（联参）10 日表示，韩美海军将从 11 日至 14 日在朝鲜半岛东部海域进行航空母舰战斗群联合

演习。为此，三艘美国核动力航母将从明天起陆续进入韩美联合战区（KTO）。这是美国时隔 10 年来首次同时派出 3 艘航母参与演习。我们认为，虽然中美之间贸易合作成果显著，但中长期而言，随着中国继续崛起，两国之间的长期竞争同样不可避免，预计美国依然会借助朝鲜问题扩大其在亚太地区的军事影响力。看好我国对国防和军队建设的长期巨大投入。

中国空军官方首次证实，歼-20、运-20 已开展编队训练。10 日，中国空军新闻发言人申进科在空军举行的纪念活动上表示，5 年来空军高新武器装备成体系发展。列装歼-20 隐身战斗机，进一步提升空军综合作战能力；列装运-20 大型运输机，使空军战略投送能力迈出关键性一步。目前，歼-20、运-20 已开展编队训练，多名飞行员具备通飞歼-20、歼-16、歼-10C 等多种新型战机的能力。我们认为，一般飞机在列装部队后，首先要对飞机自身、飞机战术性能等性能特点进行摸索和运用。等在飞机装备到一定数量规模后，才会进行编队训练。消息表明以三个“20”为代表的新型航空装备逐步进入批产阶段，预计十三五期间，我国航空装备产业将保持高速增长。

风险提示：国防装备订单交付存在波动、市场大幅调整。

## 23、电子行业策略观点—购物旺季进一步推动电子白马跨年行情

（分析师：鄢凡等；联系方式：0755-83074419 yanfan@cmschina.com.cn）

核心观点：

消费电子板块：购物旺季进一步推动电子白马跨年行情

我们对刚刚过去的双十一购物节手机销量进行了跟踪。在天猫和京东平台上，手机都是销售额最多品类，并且与往年不同的是今年苹果销售量排在第一位，国产手机也有不错的表现，反映了近一个月的新品发售与四季度销售旺季叠加带来推动力。双十一过后接下来将迎来美国感恩节购物季和黑色星期五、下个月迎来圣诞季和中国春节，购物旺季的驱动力会一直延续。此外我们也对 iPhone X 一周的销售情况进行了跟踪。从发货周期来看，苹果官网 iPhone X 发货周期缩短至 3-4 周，但是我们看到现货市场 iPhone X 的售价在持续上涨。最具参考意义的香港先达 iPhone 报价作为参考，iPhone X 香港先达收机价和华强街卖价在过去一周上涨了 5%-10%。一般新机发售后水货报价会从高点逐步下跌，而 iPhone X 价格不但坚挺，反而持续上涨，也验证了 iPhone X



越来越受欢迎的情况。港股电子精密制造龙头瑞声科技近期公布了超预期的第三季财报，推动公司市值超过 2000 亿港元。公司各项业务推进非常顺利，精密制造平台的效应也在持续显现，同样逻辑下我们推荐关注 A 股对标的精密制造龙头的表现。我们继续坚定看好电子行业跨年行情，消费电子板块金股组合首推立讯和大族，以及长盈、信维、环旭、蓝思、歌尔、欧菲、德赛、安洁、东山、奋达等；

安防板块：科技蓝筹最好的时代，海康大华屡创新高！

我们认为现在就是科技蓝筹最好的时代，是中国高端制造水平逐渐提升、实力不断增强的最好反应。电子板块其他科技蓝筹股票在海康的带领下，也屡创新高，不断会有新的千亿级别公司出现。对于人工智能软硬件一体化龙头的海康威视，我们始终坚定看好，海康前端产品营收占比达 50%，边缘计算，前端智能赋予 AI 业务巨大空间，而在下游应用场景方面，我们不能以传统安防观点再去理解行业龙头。重申对海康威视和大华股份的强烈推荐！

涨价板块：继续推荐 LED 龙头三安光电和覆铜板龙头生益科技

LED 板块继续推荐三安光电。上周台工研院与巨量微组装产业推动联盟 ( CIMS ) 举办“Micro LED 国际论坛”，工研院与台光电所团队拟建立一条 Micro LED 试产线，最快明年第 3 季就会有产品交给台湾地区的 VR 厂商。我们建议持续关注 Mirco LED 的事件性催化。继续强推三安观点，公司明年业绩确定性依然比较高，GaAs、GaN 等化合物半导体的布局、VCSEL 代工、Mini LED、Micro LED 方面的看点值得持续关注。此外覆铜板板块继续推荐龙头生益科技，下半年 9 月涨价后四季度业绩有望环比提升，长线也有 PCB、通信高频板、汽车和新材料等看点。

半导体板块：十个维度详解中国半导体的历史大机遇！

本周我们梳理了从国际和国内半导体产业十个背景，再看中国半导体行业的历史性投资机遇。作为未来十年确定性最强的投资机遇，巨大的进口替代市场、国家的信息安全、国内产业的升级是国内半导体产业发展的主要逻辑。财报季后，半导体板块迎来新一轮上涨周期，我们在 9 月初的策略报告已做出了坚定推荐，建议积极配置！

风险因素：苹果新品发布及销售不及预期，竞争加剧，政治及汇率风险；



## 24、2017 秋季糖酒会见闻系列之二（更新版）：贵州茅台—服务紧随品牌，来年量价齐升

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

我们近期在秋季糖酒会期间参加茅台经销商大会，参会者多为 15-16 年新招的中小商。经销商纷纷表态支持控价，加大宣传，提升服务，公司领导提出“控价建稳、开拓市场、提升服务”的三点总结和工作安排，可谓态度务实，思虑长远。最新渠道调研显示近期发货紧缺，批价再次到 1500，预计全年发货量 3 万吨以上，明年仍有增量，提价预期提升。维持 17-18 年 EPS21.52、28.97 元，按照 18 年 25 倍，维持 725 元目标价。附经销商大会详细纪要，推荐阅读。

茅台经销商座谈会反馈：控价建稳、开拓市场、提升服务。本次经销商大会针对如何推广茅台文化、价格问题、专卖店推广和适应消费新趋势进行讨论，各地区经销商各抒己见。公司领导提出三点：（1）“控价、治乱、建稳”，茅台营销迈上新台阶；（2）坚持问题导向，抓好基础工作，2018 年在市场工作方面重点做好市场开拓，夯实管理，强化文化宣导；（3）提升服务能力，打造优秀的营销队伍。

座谈会点评：明明可以靠品牌，还非要拼服务。总结下来经销商座谈会会有三处亮点：第一，经销商全面支持公司“控价”的政策，一改年初春季糖酒会上呼吁公司不要管控价格的态度，这对公司乃至行业长远发展甚为有利，尽可能弱化周期性波动。第二，公司明年要继续强化专卖店服务和优化云商销售渠道，最终建立起多元立体的销售渠道，将专卖店打造成茅台零售的典范，标准统一化，加强队伍培训，让专卖店走向千家万户。第三，公司和经销商都在思考如何增强文化传播，增加消费者互动。我们只能说——茅台明明可以靠品牌，还非要拼服务。

最新渠道调研：发货紧缺，批价站到 1500。经销商反馈 10-11 月份发货量再次紧张，9 月份加大发货量很快被市场消化，10 月发货量不足 1500 吨，11 月仍未见放量，很多地区批价超过 1500，客户需求只能部分满足，5-6 月份的欠货情况再次发生。随着 12 月份春节备货逐步来临，发货量预计再次加大，四季度预计在 7000 吨以上，全年发货量或超 3 万吨，但批价回落的可能性较小。经销商和专卖店持续增加，终端零售不断完善，今年三季度大幅放量但批价随后很快回升，亦可看出较大的市场容量。公司规划明年 2.8 万吨以上的供货量，预计实际发货将在 3.3 万吨左右，供应仍然偏紧，

料价格仍将高位运行，在渠道价差较大，且公司通过云商等手段，有能力控制旺季期间终端价格保持平稳，市场对明年初提价的预期显著提升。

投资建议：来年量价齐升，业绩继续高增，继续强烈推荐。今年 Q4 实际发货量较低，但受益吨价提升，收入仍有望实现 30% 增速，去年 Q4 由于消费税率和费用较高，今年 Q4 业绩增速将再超收入，超市场预期。展望明年，全年供应量有望达到 3.3 万吨，相较今年有两位数增长，叠加提价预期，带动收入业绩维持 30% 以上增速，市值仍有空间。维持 17-18 年 EPS21.52、28.97 元，按照 18 年 25 倍，暂维持 725 元目标价，继续强烈推荐。风险提示：经济下行带来需求疲软，价格上涨过快风险

## 25、血制品行业 2017 年前三季度批签发报告——行业短期阵痛、批签发增速放缓

( 分析师：李珊珊 等；联系方式：0755-83734347 lishsh@cmschina.com.cn )

本篇报告回顾了 2017 年前三季度血制品各产品类批签发概况，经历了 2016 年高增长后，血制品销售模式和渠道受到两票制的影响，前三季度白蛋白和静丙批签发放缓，一定程度缓解供应问题，我们认为血制品行业短期阵痛，未来行业仍处高景气度，部分公司估值已进入合理区间，重点关注华兰生物等。

2017 年前三季度血制品行业批签发增速放缓。2016 年批签发数据显示批签大致趋势呈增长态势，主要产品人血白蛋白（折算成 10g/瓶）、静丙（折算成 2.5g/瓶）、人凝血因子 VIII（折算成 200IU/瓶）批签发数量分别为 3957.33 万、1066.11 万、103.70 万瓶，增速分别为 14.40%、29.06%、65.62%。批签发量下降最多的是狂犬球蛋白（200IU/瓶），增速为-26.03%。2017 年前 9 个月，人血白蛋白和静丙增速较上半年放缓明显。人血白蛋白（10g/瓶）、静丙（2.5g/瓶）批签发分别为 3251.37 万瓶、803.24 万瓶，同比分别增长 11%、0.7%；人纤维蛋白原（0.5g/瓶）、人凝血因子（200IU/瓶）、凝血酶原复合物（200IU/瓶）批签发分别为 87.81 万瓶、94.63 万瓶、86.84 万瓶，同比分别增 29.9%、42.9%、70.6%。

人血白蛋白前三季度批签发同比增 11%。2017 年前三季度，国内共批签发（10g/瓶）3251.37 万瓶，同比增 11%，其中进口白蛋白批签发 1946.22 万瓶，同比增长 14.69%，占比约 59.9%，国产人血白蛋白批签发量 1305.15 万瓶，同比增长 5.82%，占比约 40.1%。

市场份额占比比较高的是 CSL Behring ( 杰特贝林 )、Grifols ( 基立福 )、Baxter、Octapharma 和华兰生物等，前 5 公司占比 66%。

静丙前三季度批签发同比增 0.73%，放缓明显。2016 年静丙( 2.5g )批签发量 1066.1092 万瓶，同比上升 29.06%。2017 年前 9 月共有 18 家企业有批签发记录，共批签发 80324 万瓶，同比增 0.73%。主要生产厂家有：华兰生物、天坛生物、上海莱士 ( 含同路生物 )、山东泰邦 ( 中国生物制品 )、远大蜀阳等，分别为：135.6 万、115.3 万、114.18 万、112.83 万、83.2 万，占比约 76.4%。

人纤维蛋白原继续保持快速增长。人纤维蛋白原价格大幅提升后，刺激了批签发增长。2016 年批签发为 95.52 万瓶 ( 按 0.5g/瓶折算 )，同比上升 92.75%。2017 年前 9 月，纤维蛋白原批签发 87.81 万瓶 ( 按 0.5g/瓶折算 )，同比增 29.9%。其中，上海莱士批签发 46.19 万瓶，同比增 64.9%；博雅生物批签发 25.23 万瓶，同比增 10.7%。

其他制品类。2017 年前 9 月，凝血因子 VIII ( 按 200IU/瓶折算 ) 批签发 94.63 万瓶，同比 42.86%，延续 2016 年的高速增长。凝血酶原复合物共批签发 ( 按 200IU/瓶折算 ) 86.84 万瓶，同比增 70.6%。华兰生物在凝血因子类市场份额保持领先地位。

## 26、通信行业事件点评：我国发布全球首个 5G 中频段频谱规划，战略引领铸就大国产业崛起

( 分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn )

事件：

11 月 14 日，工业和信息化部发文称，发布了 5G 系统在 3000-5000MHz 频段 ( 中频段 ) 内的频率使用规划，我国成为国际上率先发布 5G 系统中频段内频率使用规划的国家。规划明确了 3300-3400MHz ( 原则上限室内使用 )、3400-3600MHz 和 4800-5000MHz 频段作为 5G 系统的工作频段。

5G 中频频谱规划落地，5G 加快商用可期。对于移动通信系统来说，频谱规划是系统商用落地的关键基础前提，此次 5G 频谱规划落地对于加快我国 5G 产业化进程意义重大。一是此次 5G 频谱规划是 6 月初工信部征求意见稿基础上的落地，领先全球确认 5G 中频频谱，也代表国家大力发展 5G 的决心。二是频谱规划和商用发牌间隔逐

渐缩短至 1 年左右。根据此前 3G 和 4G 频谱规划出台与商用发牌，3G 频谱规划和发牌时间相差 6-7 年，（2002 年出台频谱规划，2009 年 1 月发牌），4G 频谱规划和发牌时间相差约 1 年 2 个月（2012 年 10 月出台频谱规划，2013 年 12 月发牌），从这个角度看，2019 年上半年 5G 加快商用可期。三是明年年中有望推出中频商用产品。此次 5G 频谱率先确定中频频谱，意味着我国在技术路径原则优先该频率，预计明年 6 月份 5G 第一版标准出台时，我国有望同步推出相关商用产品，为 5G 的快速发展奠定基础。

中国战略引领 5G 发展，年底重点关注非独立组网标准落地。从国家战略角度看，5G 建设意义重大，一方面作为承载万物互联百万亿级应用，另一方面拉动产业链上游核心芯片、核心元器件等上游全面崛起。同时，中国具备全球最强的通信设备企业中的两家，且拥有全球最大电信市场，使得中国具备引领 5G 基础实力，推动 5G 提前商用符合国家引领 5G 发展的战略部署。因此我们判断，我国 5G 商用时间以及 5G 投资力度均有望超预期。特别是今年 12 月 18 日在里斯本召开的 RAN78 次会议 5G 非独立组网标准将落地，而欧美、日韩等国运营商很有可能借助非独立组网标准抢跑商用 5G，从而进一步加快我国 5G 商用落地，建议重点关注。

投资建议：以中兴通讯为锚！白马在光通信，首推中兴通讯。我们认为在 5G 发牌前，行业持续密集催化，同时当前处于我国 5G 产业、标准引领预期提升阶段，带来 5G 超配机遇。从确定性看中兴通讯无疑是 5G 大发展下最确定受益的“锚”品种，继续强烈推荐！同时，依照：“光纤光缆链路 - 传输网 - 无线网”的投资顺序，布局确定性品种，重点推荐中兴通讯，重点受益：中兴通讯、烽火通信、光迅科技、中天科技、亨通光电、长飞光纤光缆（港股）、天孚通信、国睿科技。

风险提示：5G 推进不及预期，运营商资本支出下滑，行业竞争加剧。

## 27、房地产股票超额收益区间渐进，精选高安全边际品种——10 月房地产数据点评

（分析师：赵可 等；联系方式：0755-82943231      zhaoke@cmschina.com.cn）

摘要：销量单月同比降幅继续扩大，强调脉冲式调整式微，同比底部预计在明年年中左右，板块超额收益起点区间渐进（今年年末至明年上半年），一二线城市销量先一

步企稳或带来估值提前修复机会；新开工单月同比年内再次转负，意味狭义补库存意愿逐渐减弱（受销售预期影响），名义投资同比高位回落，实际投资增速已降至 0% 附近，强调需结合供需两端看房地产上游，房地产上游机会仍未结束（选股关注点由价转量），精选与地产背离大的行业；资金链收紧加大全局房价下行压力。

配置组合：逆向投资仍是策略主线，首选高折价资源型【华侨城等】、周转型蓝筹【金地/保利等】，关注周转型弹性品种【阳光城/泰禾等】。

## 28、上海市《推动新一代人工智能发展的实施意见》点评——政策传导发酵，AI 加速走向“实践”

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

事件：上海市政府发布《关于本市推动新一代人工智能发展的实施意见》。提出要把握人工智能演进发展规律，集聚全球要素资源，组织实施“智能上海（AI SH）”行动，到 2020 年，基本建成国家人工智能发展高地，成为全国领先的人工智能创新策源地、应用示范地、产业集聚地和人才高地，局部领域达到全球先进水平，重点产业规模超过 1000 亿元。

自上而下传导，政策开始发酵：本次上海市发布的《实施意见》给出了 2020 年和 2030 年两个阶段的具体目标，到 2020 年要打造 6 个左右创新应用示范区、60 个深度应用场景、及 100 个以上应用示范项目，建设 10 个左右创新平台，5 个特色产业集聚区、10 家创新标杆企业，重点产业规模超过 1000 亿。到 2030 年 AI 总体水平进入国际先列。重点应用场景包括了制造业、金融商贸、城市运行、公共服务、交通、医疗。推动的产业集群包括了智能驾驶、机器人、智能硬件、软件、芯片、和传感器。我们认为本次《意见》正是今年《新一代人工智能发展规划》出台后在政策层面从中央传导至地方的典型表现，说明 AI 政策自上而下开始发酵，我国已进入 AI 产业的“黄金窗口期”，未来预期将有更多地方的政策文件出台，形成多点齐放的局面。

AI 浪潮已至，从“理论”加速走向“实践”，技术要素愈发凸显：互联网流量时代的红利期已过，云计算和大数据技术的发展为 AI 的普及提供了良好的温床。从本次文件的各项目标也可以看出，当前 AI 已经进入加速落地阶段，逐步从算法等理论层面向各行业和



细分场景、及具体应用过渡。在这一过程中，互联网公司将逐渐从拼渠道、拼流量走向拼技术。在技术上具备优势和沉淀的企业将脱颖而出。

龙头企业有望强者愈强：人工智能的技术壁垒相对较高，对人才的需求也更加强烈，科技龙头在 AI 时代的竞争中拥有无法比拟的人才、资源、经费等优势。并且在政策层面，各领域的科技龙头企业也有望成为率先受益于政策扶持的对象。此外，对比近年海外科技龙头的崛起：谷歌在 AI 领域的多项成就、英伟达的快速崛起，微软的转型之路等，可以看出我国科技龙头未来的成长空间巨大，有望强者愈强。

投资建议：我们建议从三个维度选择人工智能标的：技术、数据、和应用能力。重点推荐：“人工智能+语音”的科大讯飞；“人工智能+金融”的同花顺、恒生电子；“人工智能+安防”的东方网力；“人工智能+医疗”的思创医惠。建议关注：佳都科技、长高集团、汉王科技。

风险提示：1) 核心技术发展受阻；2) 国内政策支持力度低于预期

## 29、中国移动启动 2018 年光缆集采：半年需求过亿！行业供需两旺，龙头企业高增长确定！

( 分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn )

事件：

中国移动发布 2018 年 1-6 月光缆集采。本次集采内容：普通光缆集采（第一批次）需求约 1.1 亿芯公里和骨架式带状光缆集采（第一批次）需求约 549.83 万芯公里。

点评：

中移动光纤集采奠定行业明年确定性成长。中移动普缆需求相比去年前两批次集采量（6114 亿芯公里和 6760 亿芯公里）均实现大幅增长（增长 80%和 63%），而骨架式带状需求相比 2015 年集采量（315 万芯公里）增长超过 74%。此次集采再次验证我们对于明年行业需求高增长的判断，我们预计中移动明年全年需求有望达到 2 亿芯公里左右，同时考虑到近期电信（半年 5400 万芯公里）集采量，以及中国联通、广电、国网等需求，我们判断明年国内光纤需求有望达到 3.25 亿芯公里，同比增长超过 20%。



产能供给紧张和竞争格局持续优化，价格有望上涨。一方面明年需求增长和产能增长匹配，供需紧张情况有望后移。我们预计明年国内光棒扩产同比增长约 20%，与需求增速相同，今年国内光棒供需紧张情况（缺口率达 20% 以上）有望后移至明年；另一方面，行业竞争格局持续优化，掌握光棒的厂商通过增强对下游企业的掌控力，也形成了对运营商一定的议价能力。此外，海外和散纤价格持续攀升，以及大宗商品成本涨价等因素，也都有望推动此次集采价格上涨。

坚定看好 5G 时代光纤行业确定性，行业供需两旺，龙头企业成长性确定。在全球流量爆发大背景下，全球光纤化势不可挡，国内三大运营商高景气持续、海外“量价齐升”、产业走向寡头格局、5G 需求拉动等因素共同驱动下，行业未来三年景气持续确定性高，特别是海外和 5G 需求有望持续超市场预期。我们认为在明年供给和需求两旺局面下，我国龙头企业成长性确定性高。继续重点推荐：【亨通光电】、【中天科技】、【长飞光纤光缆】（港股）、【烽火通信】，建议关注【通鼎互联】。

风险提示：运营商资本支出下滑，行业需求不及预期，行业竞争加剧。

## 四、公司报告精选

### 1、中航资本（600705）—航空产投再下一城，员工持股完成，增资信托力保发展

（分析师：王超 等；联系方式：010 57601716 wangchao18@cmschina.com.cn）

事件：1) 11/06 董事会审议通过增资 SPV 参股投资汤普森公司的议案，预计 11/22 召开股东大会后将快速推进，完成后将间接持有汤普森公司 10% 股权；2) 11/02 员工持股完成二级市场增持，均价 6.14 元/股；3) 11/01 以自筹资金完成增资中航信托 18 亿元。

航空产投弦上之箭已发，中航资本国际为轴，现金增资 SPV，间接持股汤普森 10% 股权。公司 11/06 公告全资子公司中航资本国际拟与中航国际航发、中航机电共同现金增资 SPV，完成后将通过中航资本国际持有 SPV 10% 股权，并通过 SPV 持有汤普森公司 10% 股权。汤普森公司主营生产商用飞机座椅，为空客和波音的重要供应商，1-5M17 净利润约 4926 万元人民币，成功增资入股后有望增厚公司投资收益，同时与波音、空客的合作关系更加密切。

乘风军民融合战略，积极参与军工混改。公司聚焦战略新兴产业发展，此前已有多个高新技术产业优质项目，如今充分发挥航空工业产业金控平台优势，积极开拓航空产业投资，将并抓住军民融合战略契机，加强与军工企业合作，更大程度挖掘军民融合产业投资机会。

员工持股已完成二级市场增持，激发热情促发展。11/02 员工持股计划完成二级市场竞价增持，以 6.14 元/股均价从二级市场购入 1713 万股，占总股本 0.19%，总计 1.05 亿元，自 11/02 起锁定期 12 个月；员工持股共 136 名员工参与，董监高 6 人认购比例约 15%，作为最优激励手段，有望激发全体员工工作激情；同时增持均价 6.14 元与当前股价接近，具备较高安全边际。

可转债已获证监会受理，多渠道融资优化负债结构，业务发展渴望资金哺育。10/12，公司可转债发行材料获证监会受理，完成后将募集不超过 48 亿元，其中 30 亿增资中航证券，18 亿增资中航信托。

不待转债落地，先行增资信托，规模稳增风险可控，全年业绩无忧。公司 11/01 率先以自筹资金 18.1 亿元完成增资中航信托，当前持股比例进一步提升至 82.73%。1H17 中航信托规模 5705 亿，YoY+47%，净利润 7.52 亿，YoY+31%，涨幅均领先行业，增资完成后，将一定程度缓解资本金约束，预计 17E 规模增速 40%。展望未来，公司将加强核心竞争力，把持重点客户并提升服务效率，同时谋求业务创新转型提高利润率，叠加行业量价逻辑向好，规模高增速之下全年信托业绩无忧，预计全年业绩增速有望达到 35%。

中航租赁乘势军民融合战略如日中天。公司重视租赁拳头业务，上半年完成对中航租赁增资 14.67 亿元，截至 1H17 持股比例 97.51%，在增资到位情况下，我们判断租赁业务延续上半年的强劲增长动能，且下半年增速大概率再提升，（1H17 租赁资产规模 757 亿，YOY+32.8%，营收 24.5 亿，YOY+35.2%，净利润 4.26 亿元，YOY+54.9%）。中航租赁作为国内唯一央企投资且拥有航空工业背景的专业租赁公司，在一带一路战略持续推进背景下，“空中丝绸之路”成为香饽饽，充分受益军民融合国家战略，航天领域租赁市场空间将进一步打开，租赁规模和业绩如日中天毋庸置疑。

## 2、首钢股份（000959）—采暖季限产比例 18%，好于预期

（分析师：杨件 等；联系方式：13817160546 yangjian7@cmschina.com.cn）

事件：

日前，河北唐山印发《唐山市 2017-2018 年采暖季钢铁行业错峰生产方案》，一并公布的《曹妃甸区 2017-2018 年采暖季高炉炼铁产能限产任务》中明确，首钢京唐钢铁炼铁产能限产指标为 54.03 万吨。

评论：

### 1、采暖季限产影响 18%左右，好于预期

京唐钢铁一期年产铁 898 万吨、钢 970 万吨，按通知的限产 54.03 万吨，即采暖季限产影响公司每月产量的 18%，好于预期。此外，考虑方案中明确的“2+26 城市要实施钢铁企业分类管理，按排污绩效水平，制定错峰限停产”的要求，上市公司另一主体首钢迁钢已采用了大量节能环保新技术、新设备，环保标准起点较高，预计其限产比例与京唐钢铁比例相当。因此，公司整体受采暖季限产影响仍较小。

### 2、京唐钢铁打开业绩增长空间

京唐钢铁作为国内第一个临海靠港的千万吨级板材基地，其产品定位于高质量、高技术含量、高附加值的高端精品板材，从产品结构、盈利能力等方面均高于原有钢铁资产，是公司做优做强钢铁主业的重要一环。同时，京唐钢铁二期已开工建设，投产后总产能将达到 2000 万吨级别，成为国内单体生产能力最大的钢厂。产品更是瞄准特殊行业、特殊领域的海洋、军工、造船、核电等领域高端产品，有望打开公司未来业绩增长空间。

### 3、未来看点仍在改革与转型

前期首钢总公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，企业名称由“首钢总公司”变更为“首钢集团有限公司”。此次大股东更名整体改制完成后，从法律以及产权的角度来看，为未来的更大转型发展奠定了体制基础。加之公司微观层面资产证券化率提升的步伐加快，包括 10 年迁钢资产注入、15 年京唐钢铁资产注入、非公开发行收

购曹建投股权（最终终止），以及公司管理层公开表示的“目前上市公司资产在集团内资产占比很小，未来 3-5 年首钢会有超过千亿元的资产实现证券化”，其转型改革预期再次升温。

#### 4、大集团小公司，资产证券化仍值得期待

目前，首钢集团已确立“一根扁担挑两头”的发展战略定位，即钢铁和城市综合服务商协同发展。首钢集团作为钢铁行业中非钢资产最发达的企业，截至 2016 年底，集团公司总资产规模已超过 4400 亿元，涵盖土地、金融、医疗、养老、教育、环保、高端装备制造、新能源等诸多传统支柱性产业以及新兴产业，非钢资产体量庞大。

### 3、均胜电子（600699）—拟购买高田主要资产，打开汽车安全长期空间

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：11 月 11 日，公司发布公告称授权董事长签署购买 Takata Corporation 主要资产附生效条件系列协议。公司拟通过子公司购买高田除硝酸铵气体发生器业务以外的主要资产，同时与客户集团谈判签署相关协议保证与高田安全气囊召回事件的风险隔离和未来订单的可持续性，本次意向购买的目标资产基础交易对价预计不高于 15.88 亿美元。目前高田在安全气囊市占率 20%左右，我们认为如果收购方案顺利实施，将增强 KSS 在主动/被动安全的技术，实现产能有效扩充，同时有望进入日本市场和日系整车厂供应提醒，给汽车安全业务打开广阔成长空间。预计公司 17 年 EPS 1.24 元，维持“审慎推荐-A”评级。

评论：

#### 1、签署协议拟购买高田资产，打开汽车安全长期成长空间

公司拟通过子公司购买高田除硝酸铵气体发生器业务以外的主要资产，同时与客户集团谈判签署相关协议保证与高田安全气囊召回事件的风险隔离和未来订单的可持续性，本次意向购买的目标资产基础交易对价预计不高于 15.88 亿美元。目前高田市占率 20%左右，为第二大汽车安全厂商，而公司自有子公司 KSS 市占率为 7%左右，全球第四，但复合增速（20%）为行业最高（平均 6%）。未来如果能够成功收购高田

资产，首先增强公司在汽车主动/被动安全技术，同时实现产能扩充，并有望进入日本市场和日系整车厂供应链体系，打开长期成长空间。

风险提示：收购进度不及预期，新业务整合情况不及预期。

#### 4、九阳股份（002242）—安全边际足够强劲，稳健收益最优选择

（分析师：纪敏 等；联系方式：0755-82960304 jimin@cmschina.com.cn）

投资思考-小家电行业:生活小家电品类处于更朝阳的生命周期且具有更持久的成长性,合理估值中枢 20xPE( 稳定永续是品牌消费品龙头的价值体现 );人口结构 ,1962-1965 是中国近 50 年“最强婴儿潮”，今年 2017 是 1962 年出生的女性退休的年份，也就意味着未来几年 55 岁以上的女性人口将会成爆发式增长。预示着未来最有消费能力的一群人将有更多的“光阴资产”。厨房也许是他们退休后经常光顾的场所。同时也伴随着又一个婴儿潮 87-90 的生育高峰期。回家吃饭也许会成为一种趋势，或许会带来厨房生活类小家电的快速增长。

投资思考-九阳股份：最困难的时期已经过去，未来 2-3 年期优选配置品种。公司经过这几年的发展，逐渐实现了“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略与品牌提升转型。去年开始公司进行了经销商的调整，目前调整已经结束。今年公司又重点精简了产品型号，请杨幂代言再次提升品牌力，使品牌更有活力更年轻化。渠道调整期间公司在去年仍录得 7 亿盈利,当前股价仅对应 2016 年 20xPE,显著低估中长期成长空间。预期九阳有望在 2019 年突破 10 亿盈利,以现 140 亿市值布局,2018-2019 年均复合收益大约 20%。当前股价与公司盈利均处于相对底部,给予“强烈推荐-A”评级。

股份回购中，短期具备强劲安全边际。公司公告拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，用于后期实施股权激励计划。回购总金额不超过 11,000 万元，回购股份期限为自股东大会审议通过方案起不超过 6 个月，回购股份平均成本不超过 22 元/股。在 3 季报大比例分红之后，九阳再次用回购回馈股东，短期具备较强安全边际。年初至今，家电板块涨幅+50%，九阳+5%，滞涨已经消化了今年业绩不达预期的因素。

短期无风险，长期有拐点，建议左侧布局。公司回购提供较强安全边际，渠道调整和产品精简是未来业绩拐点的基础（可参考 2015-2016 华帝股份的例子）。据中怡康，

九阳品牌在 5-10 个小家电品类占据销量前三名。与欧美日韩相比,中国小家电的人均使用水平较低,消费升级是生活类小家电主要驱动力。

风险提示:渠道调整成效低于预期、小家电整体需求不及预期

## 5、广和通（300638）—通信模块发展稳健，海外增速助力增长

( 分析师:王林 等;联系方式:01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn )

事件:

公司于 10 月 25 日晚间发布三季报,2017 年前三季度公司实现营业收入 3.15 亿元,较上年同期增长 49.12%,实现归母净利润 2512.67 万元,较上年同期增长 31.05%,符合公司业绩预告。

评论:

### 1、三季度增速提升,业务拓展初见成效。

第三季度公司实现营业收入 1.35 亿元,较上年同期增长 67.37%,实现归母净利润 1099.59 万元,同比增长 54.41%,公司业绩增速提升,单季度业绩增速接近业绩预告上限。公司业绩增长主要通信模块销售量提升以及 PC 业务的拓展,同时拓展海外业务,使得整体收入增速提升。受益于物联网行业的加速发展,模块业务的毛利率水平稳中有升,带动整体毛利率提升。报告期内,公司进行 PC 行业的市场拓展并持续开拓海外市场,致使销售费用增长 100%,导致整体净利润增速不及收入增速。受益于物联网行业加速发展,尤其是电信运营商加大 NB-IoT 模块的补贴力度,预计未来几年内公司模块业务有望实现稳定增长。

### 2、物联网行业加速,三大运营商齐推进

今年 6 月份 IDC 数据表示,到 2020 年,全球物联网的市场规模将达到 1.7 万亿,从 14 年的 6558 亿美元,以年复合增长率 16.9%的速率快速攀升。思科、华为、爱立信预计 2020 年全球市场连接数规模将达到 500 亿,中国市场的连接数有望突破 100 亿。目前国内三大运营商加速推进物联网的建设和产业发展,中国联通将物联网列为其大重点创新业务之一,全面推进 IoT 的产业合作,构建物联网 OpenLab;中国移动全面



实施“大连接”战略，计划 2017 年内实现全国范围内 NB-IoT 的全面商用，全年智能连接数增加 1 亿户，总规模达到 2 亿户；中国电信也一直致力于推动产业链整体发展，实施亿元补贴物联网模块。

### 3、无线通信模块产品全布局，有望助力公司实现加速发展

公司专注于物联网及移动互联网的无线通信领域，为全球客户提供无线通信模块和解决方案，是无线通信模块的主流供应商，已成为连接物联网产业链中芯片厂商、终端客户、平台和运营商的核心纽带。目前，全球正处于物联网行业发展“网”“端”先行时代，公司将依托模块业务的深厚沉淀，受益于行业发展红利，逐步形成完备的无线模块产品品类，并向终端应用领域初步渗透延伸。未来，随着物联网行业的加速发展，对于终端的需求将持续加大，伴随 NB-IoT 和 4G 产品应用落地的加速，公司有望依托先发优势和较强的市场地位，逐步在竞争中脱颖而出，实现加速发展。

4、投资建议：首次覆盖，给予“审慎推荐-A”。我们看好公司在物联网行业的卡位优势，以及伴随行业连接数和终端数量的爆发带来模块需求的持续增长。预计 2017-2019 年公司实现净利润分别为 5026.4 万元、6708.2 万元、9036.1 万元。首次覆盖，给予“审慎推荐-A”，当前市值 36.2 亿元，对应 PE 分别为 72 倍、54 倍、40 倍。

风险提示：物联网行业发展低于预期。

## 6、起航股份（833380）：十年起航，再造大金融综合服务商（更新）

（分析师：董瑞斌 等；联系方式：021-68407847 dongruibin@cmschina.com.cn）

专业的银行业教育培训公司，全面升级为金融综合服务商。公司主要从事针对银行业的培训、咨询、科技服务与金融流程外包服务，与思达优悦强强联合，深化教育培训服务。经过十年的发展，起航股份已经成为全国银行业教育培训领域绝对的龙头公司，市场占有率第一。公司积极向以银行客户为核心的综合服务深拓，立志成为国内领先的金融综合服务提供商；

“研发+服务”奠定银行业培训细分市场龙头。银行业为教育培训市场“热门”细分领域，农商、城商行崛起，中小银行培训市场发展前景良好。银行类培训市场竞争格局分散，

行业集中度低，公司设有一支强大的研发团队，致力于为银行业提供综合、有针对性的服务，还配有专业的咨询服务团队能为客户提供“一站式”的服务，成为银行培训领域规模最大的公司；

纵向深耕细分领域，拓展增值服务。深耕细作以银行客户需求为核心业务：培训业务作为传统业务，为公司积累了良好的银行资源；以小微贷为切入口，提供多元化的服务，已有良好的发展规模和盈利能力；投行业务布局初步展开，帮助中小金融机构实现业务变革，未来将释放更大的增长力。此外，公司还将积极拓展新兴业务，提供以大金融版块为核心的增值服务；

横向拓展细分领域，打造专业的大金融教育服务企业。公司深刻认识到科技在金融服务中的作用，未来以金融科技服务和教育科技服务两大业务板块作为发展目标。教育科技服务继续向券商、保险、基金等细分领域的深入拓展。公司在金融科技领域的探索以小微金融服务作为切入口，为银行提供技术、数据、平台服务，开拓新的盈利空间；

首次覆盖，建议持续关注公司业务拓展。我们预计公司 17-19 年净利润为 1,725 万元、3,217 万元和 5,523 万元。

风险提示：银行培训业竞争激烈，新业务拓展不及预期。

## 7、梦百合（603313）—— 内外销并进，关注成本下行带来业绩改善

（分析师：郑恺等；联系方式：021 - 68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

公司作为国内记忆绵行业龙头，今年以来出口业务持续向好，同时建设自有品牌开拓国内市场。随着成本、汇率等负面因素逐步释放，我们建议关注业绩改善空间，预计 2017~2019 年 EPS 分别为 0.87 元、1.17 元、1.51 元，净利分别同比增长 5%、34%、28%，维持“审慎推荐-A”评级。

海外需求回暖、新产品和产能释放，助力外销增长提速。公司以高附加值、高质量的记忆绵家居产品为主导，出口收入约 80%，拥有稳定的国际一流客户群体，并间接为 JYSK、MACY'S、Walmart、Costco 等企业提供 ODM 产品。17 年以来，受海外需求

回暖、塞尔维亚基地投产、以及电动床等新品推出带动，公司外销增长提速，3Q 单季收入增长 38.03%，增速同比提升 9.23pct，其中预计外销增长 30%以上。18 年来看，我们仍然看好出口企业订单回升，且随着公司新产能进一步释放，预计外销业务较好增长趋势延续。

多渠道大力发展自有品牌，迅速开拓国内市场。近年来，公司建立了“MLILY”、“Mlily 梦百合”为主的自有品牌体系，多渠道开拓国内市场：目前线下自有门店数约 140 家，公司计划至 2020 年门店总数达 1000 家；与居然之家、索菲亚开展战略合作，已发展成为内销渠道主要构成，同时公司积极开拓母婴等渠道合作，预计 18 年起将逐步形成收入贡献；此外，公司与亚朵、华住、宜必思等连锁酒店合作，天猫、京东等电商业务也持续快速发展。

成本上行、汇率波动带来的业绩压力有望减轻，关注改善预期。虽然今年公司内外销均有所提价，但受 TDI/MDI 等原材料价格大幅走高的影响，前三季度毛利率下降 3.23pct 至 30.72%。同时，人民币升值增加汇兑损失导致前三季度财务费用增加近 3000 万。而随着明年国内 TDI 新产能投产（预计增量 60%以上），原材料价格有望高位回落，且汇率影响预计也将有所趋稳，或将带动公司净利率水平逐步修复（3Q17：8.7% v.s. 历史均值 11.7%）。

大股东增持彰显发展信心，维持“审慎推荐-A”评级。控股股东、董事长倪张根先生 17 年连续增持公司股份，累计增持接约 2 亿元，平均成本约 31.5 元，充分体现对未来发展的坚定信心。而作为国内记忆绵家居行业龙头，公司在产品和渠道方面亦具备资源整合优势。2018 年成本如有下行将增加企业业绩弹性，预计 2017~2019 年 EPS 分别为 0.87 元、1.17 元、1.51 元，净利分别同比增长 5%、34%、28%，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；汇率大幅波动风险。

## 8、跨境通（002640）—环球内部机制理顺 四次股权激励启动

（分析师：孙舒；联系方式：010-57601717      sunyu2@cmschina.com.cn）

继今年内部组织机制调整完毕后，环球第四次股权激励计划启动。公司发布第四期股票期权激励计划（草案），拟向环球易购及其下属公司管理层及核心骨干（不含董事、

独立董事、监事及高管) 151 人授予股票期权 1200 万份, 占当前总股本的 0.84%, 其中, 首次授予 1002 万份, 占总股本的 0.70%, 预留 198 万份; 行权价格 20.22 元, 有效期不超过 60 个月, 自授予日起满 18 个月后, 36 个月内可分为三期分别行权 30%/30%/40%, 预留部分等待期与行权比例与首次授予相同。此外, 根据公司测算, 期权成本合计 5461.914 万元, 若期权于 2017 年 12 月授予, 2017-2021 年分别摊销 187/2245/1738/996/302 万元。

环球考核条件与个人绩效挂钩, 意将激励落在实处。激励计划(草案)显示, 环球易购 2018-2020 年净利润分别不低于 4.92/5.62/6.32 亿元, 2019/2020 年同比分别增长 14.23%/12.46%, 尽管环球 2018 和 2019 年行权条件不高, 但主要是将激励落到实处。此外, 对被授予人尚附带个人绩效考核。

VAT 追溯问题对三方平台影响告一段落, 自营平台运转正常。目前看, Q3 因公司 Amazon 欧洲业务受 VAT 追溯影响导致的三方平台业务放缓影响有所缓解, 受影响老账号在 Q3 基本全部关闭。而自营平台业务运转正常, 10 月电子主站 gearbest 全球流量排名 299 名, 相对稳定, 服装自有品牌网站 Zaful3305 名, 较 9 月提升 651 名; 此外, 从 11 月 1 日数据趋势看, 销售旺季如期而至。我们认为尽管精细化整合过程中将造成业绩阶段性波动, 但公司对供应链、引流方式、库存周转和自有品牌建设等方面的整合将有助于夯实自营业务长期发展的根基。而明年提出提升客户体验感的策略说明公司已率先认清零售企业发展的核心, 从战略发展的前瞻性而言优于同行业小企业。

盈利预测与投资建议: 2016 年以前公司注重规模化的增长, 2017 年的重心则聚焦在公司管理体系/绩效体系等管理机制优化层面, 以及供应链和库存等方面的调整。经过 1 年的精细化调整, 目前公司组织管理体系基本梳理完毕, 库存及现金流问题也有所优化, 2018 年开始将在保证客户体验的基础上注重规模增长, 继续做强。凭借规模化及资金优势预计明年公司仍有望保持快速增长。

不考虑股权激励费用摊销及优壹增厚影响, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.52、0.79 和 1.22 元, 对应 17PE 39X, 18PE26X; 考虑优壹并表, 对应 18PE 23X。考虑到前期股价回调较多, 且已基本将三季报低于预期及第一笔减持压力释放, 明年估值不高,

建议待近期 11 月 13 日第二笔减持压力释放后，震荡中逢低在底部为明年布局，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业政策风险超预期；进口等新业务培育低于预期。

## 9、光环新网（300383）—拟收购 AWS 中国核心资产，云牌照落地可期，打造稀缺云计算龙头

（分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn）

事件：1、公司晚间发布公告，拟以不超过 20 亿元（分期付款方式）向亚马逊通技术服务（北京）有限公司购买基于亚马逊云技术的云服务相关的特定经营性资产（包括但不限于服务器等 IT 设备）。同日，公司与亚马逊签订了《分期资产出售主协议》。

2、公司大股东百汇达拟将其持有的科信盛彩 36%的股权以 1.65 亿元价格转让其全资子公司光环控股有限公司，公司放弃优先购买权。

评论：

拟收购 AWS 中国核心资产，云牌照落地可期

2016 年 7 月 30 日，公司与亚马逊签订了《运营协议》，亚马逊授权公司在中国境内提供并运营北京区域的 AWS 云服务。而根据我们相关法律法规，公司在国内运营 AWS 云服务，需要拥有服务器等核心资产，我们认为，此次收购为公司运营 AWS 云服务奠定基础，相关云业务许可落地可期。

停牌有望注入 IDC 资产

近期公司筹划发行股份购买资产申请停牌，而此次大股东百汇达拟将科信盛彩（太和桥 IDC 资产）36%股权调整至大股东另一控股主体下，我们判断是为注入太和桥 IDC 资产做准备，该资产的注入（超过 6000 个机柜）将进一步增厚公司明年业绩。

中国云计算市场进入加速发展窗口期，国内云计算稀缺龙头全面打开成长空间

近日海外科技巨头亚马逊、微软、谷歌公布 Q3 业绩均创历史新高，其云计算业务继续高速增长。当前全球云计算市场正处于高速增长阶段，增长速度远远大于传统信

息技术领域，同时对比美国，我国云计算还处于起步加速阶段，云计算对传统 IT 渗透率不足 10%，未来空间巨大，行业增速每年 50% 以上，行业龙头增长有望超过 100%，我们判断，公司作为 AWS 中国（北京）运营方，有望在高速发展的国内云计算市场中扮演重要角色，按照当前 AWS 收入比例的 10% 来计算，中国区市场收入规模有望将超过百亿规模。我们预计公司 17-19 年 EPS 为 0.32 元/0.56 元/0.74 元，公司 IDC 规模扩张提供成长确定性，携手 AWS 全面打开云计算成长空间，未来三年有望保持 35% 以上复合增长，维持 6 个月目标价 20 元，以及“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业竞争加剧、云业务牌照申请低于预期、机柜扩张不及预期、转型云计算低于预期。

## 10、三七互娱（002555）一十月进入 iOS 中国收入榜前十，三款手游进入腾讯应用宝月总收入前十，页转手逻辑持续验证

（分析师：方光照等；联系方式：021-68407977fangguangzhao@cmschina.com.cn）

事件：（1）根据 App Annie，三七互娱在 iOS 中国收入榜的排名较 9 月份上升了 10 个名次，排名第六；（2）腾讯应用宝 10 月热门网游月总收入前十榜单中，三七互娱的《永恒纪元》《大天使之剑 H5》《阿瓦隆之王》分别位列第一，第三，第十。

点评及核心推荐逻辑：

1、《永恒纪元》之后，《大天使之剑 H5》与《阿瓦隆之王》表现突出，研运实力持续得到验证。

自研《永恒纪元》上线 17 月，月流水仍保持在 2 亿左右，长周期运营；自研《大天使之剑 H5》9 月底上线后首月流水 1.6 亿流水已刷新记录，iOS 畅销榜排名从 10 月初 39 名上升到月底第 5 名，11 月通过跨界公交广告等保持曝光度，当前排名第 6。发行《阿瓦隆之王》，7 月中登陆安卓，10 月位列应用宝收入榜第 10，考虑策略游戏生命周期较长，未来仍有提升之势。

2、四季度及明年项目储备丰厚，后续业绩增长持续性值得期待。

公司前三季度业绩略低于预告区间的中值，但从前三季度归母净利润（12.11 亿元，YoY+61.04%）和全年业绩指引（YoY+44.84%-63.53%）看，整体上维持强劲增长。



公司还储备有自研《凡人诛仙诀》《择天记》《奇迹 MU》等、代理《最游记物语》《真龙传奇》《风之剑舞》等手游。出海布局也将贡献增量，公司在海外市场逐渐形成本地化能力，在港澳台、东南亚以及北美继续提升市场份额，海外发行目前已从亚洲地区走向欧美。

3、依托精细流量运营及精耕产品研发，充分享受页转手红利，支撑中长期增长。

当前随着互联网红利基本消耗，硬核联盟以及多个垂直细分应用等新渠道崛起，买量逐渐成为受手游厂商青睐的推广策略。公司将多年累积下来的运营精细买量+精耕研发打磨产品的能力运用到手游领域，形成了差异化的竞争策略，实现了页转手的加速飞跃。

盈利预测及估值 预计公司 2017/18/19 年归母净利润为 17.0/22.5/28.1 亿元，17/18/19 年 PE 分别仅 28/21/17 倍，维持强烈推荐-A 评级。

风险因素：（1）新游戏上线进度及上线后流水表现低于预期的风险；（2）收购标的业绩不达预期带来商誉减值的风险。

## 11、新和成（002001）—维生素涨价增厚业绩，多元化产品打造全球精细化工巨头

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

维生素新一轮行业景气周期即将到来。2017 年是养殖业禁养令最后一年，随着散养养殖户被淘汰，产业集中度上升，饲料行业的爆发将带动维生素的需求增长。此外，维生素生产过程环保要求高，环保趋严造成市场货源偏紧、行业开工率下滑。海外柠檬醛工厂发生事故叠加环保督查拉动维生素 A 价格暴涨，预计此轮景气上行周期持续时间较长。

2020 年前蛋氨酸有望再造一个“新和成”。蛋氨酸产品技术壁垒极高、固定资产投资大、项目建设周期长，国内仅有新和成实现技术突破连续稳定运行。目前全球前三大蛋氨酸巨头市占率超过 80%，预计 2020 年新和成有望跻身全球四大巨头。保守测算，按照价格 2 万元/吨，远期总产能 30 万吨，待完全投产后每年为公司创收超 60 亿元，2016 年公司营收仅 47 亿元。

PPS 产品得到国内外客户认可。国内市场目前 PPS 产品消费量以平均每年 20% 以上的速度增长，公司同国际巨头帝斯曼合作，有助于打开全球市场。一期产能 5000 吨产品得到国外试产认可，供不应求，远期产能约 3 万吨。

香精香料业务保持快速增长。公司香精香料业务销售收入从 2007 年 0.7 亿元增长至 2016 年 12 亿元，十年时间增长超过 10 倍。随着产品销量上升，公司对生产工艺优化，毛利率逐年提升，从 2012 年 14% 增长至 2016 年 37%。公司目前产品已经能够和奇华顿、芬美意、德之馨等国际公司同台竞技。

强烈推荐。预计 2017~19 年归属净利润 17.8/22.7/25.6 亿元，EPS 为 1.63/2.09/2.35 元，对应 PE17/13/12 倍。

风险提示：在建项目进度低于预期（主要是新材料和香精香料板块），维生素产品价格下跌（主要包括 VA、VE、VH），环保压力趋严。

## 12、海信电器（600060）—收购东芝电视，全球化布局更进一步

（分析师：纪敏 等；联系方式：0755-82960304 jimin@cmschina.com.cn）

事件描述：海信电器今日公告收购东芝电视。公司拟以 129 亿日元（折合人民币 8 亿元）收购东芝旗下 TVS 公司 95% 股权，东芝保留 5% 股权。本次股权转让完成后，TVS 公司将成为公司的控股子公司，并将获得东芝电视 40 年全球品牌授权。交割日预计为最早为 2018 年 2 月 28 日，本次收购完成后，TVS 公司将纳入公司合并报表范围。

东芝海信销售市场高度互补，海信全球化布局更进一步。日本电视产业曾一度傲视全球，东芝电视销量至今仍居日本市场前三（15.8%，Euromonitor）。在 Euromonitor 有统计的 46 个国家和地区中，东芝电视远销 28 国，海信则销售于 16 国，除日本、马来西亚、澳大利亚、以色列、沙特、南非、阿联酋 7 国市场重复外，海信收购东芝，相当于在海外另外开辟了 21 国新市场。海信在欧洲市场相对比较弱势，而东芝则在法国、捷克、乌克兰、葡萄牙等海信未进入的市场中均占据一定份额。因此，海信收购东芝可以进一步完善全球化布局，跨步进军日本、欧洲等重要市场，具有重要战略意义。

从公司中长期战略角度考量，收购成本可以接受。本次收购直接成本约为人民币 8 亿元，同时需代偿 TVS16.3 亿人民币负债，收购总成本约为 24.3 亿人民币，参照 TVS 2016 年 27 亿的总营收水平，本次收购 PS 约为 0.9 倍，高于海信的 0.62 倍。2017H1 TVS 扣非后亏损 2 亿人民币，因此短期来看收购 TVS 对于海信的直接业绩难有贡献，但考虑到东芝并入后双方在技术研发、供应链以及渠道整合方面的协同优势，对于海信的长远发展具有战略意义。截止 2017Q3 海信账面共有 20.8 亿现金，资产负债率仅为 40.8%，承担此次收购的成本并无较大压力。

投资建议：择机左侧布局，关注交易性机会。Q3 单季盈利延续低迷，但营收、存货、其他应付款等指标显示公司基本面呈环比改善。Q3 内销方面环比改善，出口景气相对较好。展望 2018，H1 景气改善确定性高；叠加面板价格持续下行带来的成本红利，可择机左侧布局，享受行业以及公司改善的波段红利。

风险提示：面板价格超预期上涨、竞争格局恶化。

### 13、合兴包装（002228）—市场空间海阔天空，成本压力柳暗花明

（分析师：郑恺等；联系方式：021 - 68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

瓦楞纸箱行业集中度提升，龙头企业市场份额扩增：第一，随着小原纸厂的退出，依赖小原纸厂供货的小包装厂失去廉价原材料渠道，成本优势转移到大纸箱厂手中；第二，在废纸进口配额趋紧和环保监管严格的背景下，箱板瓦楞原纸短缺，部分包装厂甚至因为缺纸而断货，包装企业的下游客户越来越重视自身包装供应链的安全，供货稳定的大型包装企业获得客户青睐。第三，环保趋严导致技术相对落后、污染较重的小型包装厂持续经营压力增大。

箱板瓦楞纸单边涨价结束，纸包装企业毛利率有望恢复：国内废纸价格作为纸价的先导指标已经开始下行，表明纸厂感受到下游需求下降，不再有意愿高价回收废纸。随着箱板瓦楞纸价格由单边上涨到高位震荡，公司可以与下游客户重新进行议价，由于提价时滞导致的毛利率损失有望实现部分恢复。

定增布局智能包装和供应链云平台，并购国际纸业纸箱资产：公司非公开发行已经获得批文，未来公司有望通过智能包装和供应链云平台整合包装行业；公司通过并购基

金方式收购国际纸业纸箱资产，随着对国际纸业纸箱业务的逐步梳理，为公司进一步通过外延扩张的方式提高市场占有率打下了基础。

收入逐季加速增长&毛利率见底，维持“强烈推荐-A”投资评级。我们认为公司基本面拐点向上：1) 存量客户及增量客户共同助力公司收入端加速上涨，市场占有率提升；2) 纸价结束单边上涨，公司毛利率见底；3) 定增布局 IPS&PSCP 新业务，并购国际纸业提供潜在业绩增长点。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 1.50 亿元、2.36 亿元、3.45 亿元，同比增长率分别为 46%、57%、46%，PE 分别为 37.9、24.1、16.5 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：宏观经济大幅下行，行业格局重大变化，原材料价格大幅上行

#### 14、安琪酵母（600298）—糖蜜成本继续下行，海外产能投放超预期

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

17-18 年新榨季甘蔗糖蜜继续下行，我们判断安琪 18 年糖蜜成本仍有近 10%降幅空间，中期更有望接近 600 元/吨历史低位。公司在产能高利用率情况下，海外产能布局明显加快，全球布局下促进成长更加稳健。我们上调 17-19 年 EPS 至 1.04、1.42 和 1.70 元，安琪目前规模及技术壁垒清晰，高增长叠加龙头溢价，稳健性更足，上调一年目标价至 43 元，继续强烈推荐。

供需端分析，新榨季糖蜜价格下行确立，预计未来 2-3 年仍将处于低位。糖蜜供给端方面，今年甘蔗种植面积明显扩大，预计糖蜜供给将增加 20 万吨以上，达 300 万吨左右。而糖蜜需求端方面，酒精曾作为糖蜜主力需求端，一度占糖蜜需求的 60%以上，但环保压力使糖蜜酒精生产明显受限；同时生产酒精的替代性原料玉米价格长期处于低位，且更符合环保要求，使用玉米生产积极性更强。另外，酒精主要下游燃料乙醇作为石油替代燃料，由于石油价格仍处于低位，燃料乙醇需求较弱，而低端白酒在消费升级下不断下滑，对食用酒精的需求也明显下降。因此，酒精生产对糖蜜的需求大幅下降，预计已不足 100 万吨。而糖蜜另一主要需求端酵母需求虽稳定上升，但对应不到 10 万吨新增需求，拉动有限。在环保压力、需求低迷及国内外糖蜜市场隔离背景下，我们认为糖蜜价格未来 2-3 年或将长期处于低位，甚至进一步下降。

17-18 年榨季甘蔗糖蜜降幅有望接近 10%，中期或有望接近 600 元/吨历史低位。17-18 年新榨季糖蜜第一批招标已经完成，主力成交价位在 810-850 元/吨区间，较去年 900 元/吨同比降幅近 10%，首批成交价对糖蜜全年价格走势具有较大指导意义。安琪酵母去年甘蔗糖蜜占比达 80%，平均采购成本 730 元/吨，今年采购成本下降趋势确立，仅按照下跌 8%测算，每吨将可 60 元/吨，预计今年采购量将达 100 万吨，节约成本将达 6000 万元以上。公司 08 年糖蜜采购价格历史低位曾不到 600 元/吨，在行业当前明显供过于求背景下，安琪糖蜜采购价格在中期或将继续下降，接近前期历史低位。

甜菜糖蜜成本下降 10%已经锁定，海外俄罗斯糖蜜价格跌幅大超预期。安琪甜菜糖蜜占比 20%左右，18 年生产用糖蜜已经采购完毕，价格同比下降 10%，进一步节约成本。海外产能中，埃及糖蜜成本同比略降 5%，而俄罗斯糖蜜价格目前已不到 300 元/吨，大幅低于 500 元/吨以上预期。而海外产能在运费、关税和能源成本上均具有优势，进一步综合降低海外市场成本和费用。

海外产能投放超预期，中期展望更加稳健。公司俄罗斯工厂 8 月份投产以来，目前产能利用率已达到 80%以上，对应全年产能 18000 吨，明年有望满产生产甚至超负荷生产，海外产能投放进度超预期。根据草根调研反馈，公司俄罗斯产能 18 年将完成扩建投产 1 万吨以上，以满足海外市场需求，埃及 YE 产能预计 19 年也将投产。公司全球化布局背景下，有望进一步对冲国内糖蜜成本的波动性，且公司当前发展战略更加聚焦清晰，下游烘焙及调味品行业高景气发展，公司未来发展将更为稳健。

来年高增可期，发展持续性更清晰，上调目标价至 43 元，继续强烈推荐。公司来年收入在产能不断扩张，及市场结构不断优化推动下，预计收入将可实现 15-20%增长，同时成本端超预期下降，利润率将进一步向上提升，我们上调 17-19 年 EPS 至 1.04、1.42 和 1.70 元，增长 60%、36%和 20%，公司目前规模及技术壁垒清晰，未来发展更加稳健，高增长叠加龙头溢价，给予 18 年 30 倍 PE 合理可靠，给予一年目标价 43 元，继续强烈推荐。

## 五、债券、基金和量化研究

### 1、静待破局——债市每周观点 20171112

（分析师：徐寒飞 等；联系方式：18621720327 xuhanfei@cmschina.com.cn）

#策略观点：总体来看，在监管政策“靴子落地”之前，债市难有方向性上的突破。受到月初大跌的“伤害”，市场恢复信心需要反复“验证”。未来一段时间债市收益率很可能仍然处于“上有顶、下有底”的高位震荡之中。在趋势明朗之前，投资者不妨多一些耐心。

#宏观利率：从最新公布的 10 月数据来看，进出口不及预期，财政支出负增长均显示需求端进一步回落，而价格方面 PPI 的超预期主要受外部油价影响，由此预计下周（11.13-11.17）的投资、工业增加值等数据回落更为明显，将有助于债市情绪恢复。流动性方面，下周进入税期，并且公开市场到期规模也较大，预计流动性偏紧。

#信用观察：防范信用债估值调整由被动转向主动。现券估值普升与利率债带动有关，信用利差变动尚有限。不过，随着利率债持续调整的传导，倘若机构面临赎回和流动性风险压力骤升，信用利差走阔在所难免。

#国债期货推荐 TF1803 正套。以活跃 CTD 来看，IRR 持续大于 4%，在市场情绪不振的情况下，近期期债相对于现券表现更差的局面难以转变，因此我们推荐 TF1803 正套。

#海外观察：市场对“川普税改”的热情有所退却，中美“贸易战”的概率也有所下降，来自美国的政策冲击可能性降低。不过在油价中枢抬升的大背景下，全球通胀的前景有所改观，或将对欧美货币政策“正常化”形成推动。

### 2、基金市场一周观察（1106-1110）-权益基金表现优异 基金发行市场回温

（分析师：宗乐 等；联系方式：82943206 zongl@cmschina.com.cn）

上周市场上涨，沪深 300 指数收于 4,112 点，上涨 3.0%。受此影响，市场的基金表现明显较前周回升。上周共有 12 只基金公告成立，11 只基金结束募集，91 只基金处于发行期。此外，根据最新公告，即将开始募集的基金有 27 只。展望后市，投资者可



考虑配置善于挖掘稀缺龙头、注重估值合理性的灵活配置型基金，力求在短期震荡行情中获取超越市场的收益。

上周市场上涨，截至收盘，沪深 300 指数收于 4,112 点，上涨 3.0%；上证综合指数收于 3,433 点，上涨 1.8%；深证成分指数收于 11,645 点，上涨 3.8%；中小板指收于 8,068 点，上涨 4.0%，创业板指收于 1,901 点，上涨 3.7%。中债总财富指数收于 168 点，较前周下跌 0.1%。

市场已成立权益类 ETF 基金共计 137 只，上市 137 只。权益类 ETF 基金总资产为 2,172 亿元，较前周上升了 50.2 亿元，上周净赎回规模为 4.3 亿元，资金流出。价格平均上涨 2.5%，净值平均上涨 2.6%，总成交额为 485.3 亿元，日均交易量较前周上涨 4.7%。

上周市场收涨，主动偏股基金方面，开放式股票基金平均上涨 3.8%，混合基金上涨 2.7%；被动偏股基金方面，指数型基金上涨 2.9%，ETF 基金上涨 3.1%。绝对收益基金上涨 1.3%，债券基金上涨 0.2%，保本基金上涨 0.4%，货币市场基金获得 0.05% 的收益。

上周共有 12 只基金公告成立，11 只基金结束募集，91 只基金处于发行期。此外，根据最新公告，即将开始募集的基金有 27 只。

上周市场止跌反弹，整体基金市场表现也明显回升，其中家电、通信、电子相关基金表现较好。展望后市，在短期内，低估值的白马蓝筹股的行情有望继续；同时，估值合理的各个细分行业的龙头依然受到市场以及增量资金的偏好。在此前提下，投资者可考虑配置善于挖掘稀缺龙头、注重估值合理性的灵活配置型基金，力求在短期震荡行情中获取超越市场的收益。

国内基金公司控股权外资持股比例放宽至 51%，3 年之后投资比例不受限制——这是继今年第一张外商独资私募基金牌照花落富达之后，基金行业大门向外资进一步敞开，意味着外资金融机构在内地组建基金公司若谋求绝对控股权将不再有政策障碍。

公募基金一直是服务养老金第三支柱建设的主力军，养老目标基金征求意见稿出台也意味着对接养老金的标准化产品未来有望落地。按照养老目标基金初步设定的资格门槛，目前 113 家基金公司中共有 36 家满足这一要求，且多集中在成立时间较久、投研团队相对稳定、人数相对较多的基金公司。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。