

2017 年 04 月 10 日

在雄安这个改革试验田炒地产，你羞愧吗？

——申万宏源策略一周回顾展望(17/04/05-17/04/07)

相关研究

有些“投资故事”最好别讲——申万宏源策略一周回顾展望(16/10/17-16/10/21)

飞翔的荷兰人——申万宏源策略一周回顾展望(16/09/12-16/09/14)

大航海时代——申万宏源策略一周回顾展望(16/11/14-16/11/18)

躁动之后终将平静——申万宏源策略一周回顾展望(16/11/07-16/11/11)

“秋风”渐起，股债“降温”——申万宏源策略一周回顾展望(16/08/22-16/08/26)

冬 藏——申万宏源策略一周回顾展望(16/11/28-16/12/02)

震荡中“磨底”——申万宏源策略一周回顾展望(16/12/19-16/12/23)

三区间解构 2016，三因素决定 2017——申万宏源策略一周回顾展望(16/12/26-16/12/30)

稳健致远——申万宏源策略一周回顾展望(17/2/13-17/2/17)

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com
傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com

研究支持

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com

联系人

程翔
(8621)23297818x7342
chengxiang@swsresearch.com

主要内容：

- 雄安是中国改革试验田之一，我们大胆推理一下那里的定位和规划(纯属分析师的逻辑推理)。首先，这是中国改革全盘大棋进一步推进的信号，是既定路径的落地实施，无论反腐、一带一路、混改还是今天的雄安与京津冀一体化，每一步都很坚实。其次，雄安大概率要走出摆脱贫地新城模式，中国硅谷？国企总部？大学城？公租房？廉租房？税收优惠？投融资机制创新？不管如何，人造的要素价格洼地都是有利于创新创业和全要素生产率提高的；更重要的是，这可能是一场实验，一场中国经济跳出地产模式的大胆尝试；第三，起到鲶鱼效应，推动京津冀一体化纵深发展，甚至是长三角、珠三角的一体化。所以，这是一盘改革大棋，我们既要读出“千年大计”的重要性，也要读出长期性和艰巨性。这时候，我们的第一反应却依旧还是炒地产？你是不是觉得羞愧？
- 房价“环比不能上涨”再次明确，经济复苏超预期的概率进一步降低。当前市场依然对于经济复苏抱有乐观预期的投资者，主要是看好三四线房地产和制造业复苏。然而，随着更严厉的房地产调控政策陆续出台，三四线地产的乐观情绪正在消散。周四，住建部和国土资源部发布联合声明，再次明确了房价不能出现新高的要求，也明确了增加供给和限价政策是实现调控目标的主要手段。我们预计，房地产调控进一步趋严的影响，将房地产销售一二线城市市价横量缩，三四线城市市量缩，同时价格重回长期的慢牛通道(而非现在的加速上行)。再次提示 2013 年之后，房地产新开工滞后销售 6 个月的特征消失，两者趋于同步。这意味着严厉的房地产调控政策将对房地产投资产生立竿见影的下拉作用，从而使得经济复苏超预期的概率有所降低。需警惕房地产投资下行超预期的可能性。对于制造业，我们认为 2016 年 6 月是本次制造业复苏的起点，目前持续时间已经超过了 9 个月，2000 年以来的制造业复苏，持续时间未超过 12 个月，制造业延续复苏有较高的不确定性。在全球风险资产的总体性价比不高的情况下，策略研究使用的宏观假设不宜太过乐观。
- 美联储缩表的讨论本质上是美国商业周期的判断，短期主要矛盾并非缩表提法从无到有，而是经济数据扰动开始出现。美联储 3 月议息会议纪要显示，多位美联储官员支持在今年晚些时候开始收缩资产负债表。对于缩表的影响，我们认为可以参考 2015 年底人民银行资产负债表阶段性收缩对于资产价格的冲击，缩表会加速资产价格的出清。目前，发达国家风险资产价格总体处于低性价比区域，已经隐含了相对乐观的经济复苏预期，如果美联储缩表兑现，将可能成为驱动全球 Risk-off 的因素，构成下行风险。但值得注意的是，缩表进程及其对资产价格的影响不宜孤立讨论，美联储缩表以美国商业周期持续向好为前提，而商业周期向好本身就是支撑资产价格的因素。美国 3 次退出 QE 带来的资产价格回调都发生在实际退出之后，且都伴随着经济数据的低于预期。所以站在当前时点，美国商业周期的判断仍是核心。尽管市场对于美联储缩表的关注从无到有，但近期更关键的变化是美国经济数据的扰动开始出现。我们在春季策略报告《披沙拣金》中就提示了，美国经济的信心远远走在了实际情况之前(以中小企业信心指数为例，70 年代以来高点)，短期经济数据可能出现一定扰动。美国 3 月 PMI 继续回落，非农就业数据低于预期(尽管很多分析强调天气原因)都印证了这一判断。所以，现阶段加息和缩表的预期是有所缓和的，缩表的下行风险开始影响资本市场，还需要经济数据的持续验证。
- 二季度保持积极心态，但需心平气和，积小胜为大胜。大势研判观点不变，下行风险基本可控是前提，二季度保持乐观。(1) 最悲观的宏观对冲格局(美国经济延续复苏，中国经济回落)是小概率事件，资本市场稳中求进的政策导向难以受到明显挑战。(2) 二季度上市公司业绩仍有望维持 20%以上的高增长，“挣业绩钱”的窗口尚未关闭。(3) 二季度是全年限售股解禁的低点，二季度的资金供需矛盾相对缓和。但值得注意的是，短期雄安新区主题带动的赚钱效应扩散，如我们预期的那样受到了抑制。市场继续呈现底部逐级抬升的窄幅震荡格局是大概率事件，保持积极心态也要心平气和，积小胜为大胜。
- 龙头股投资趋势不改，消费品底仓不变，但 2017 年的胜负手在于择时周期和成长，雄安新区最强主题锦上添花。再次强调 A 股美股化(龙头股相对收益，波动率和换手率降低)进程的支撑力量在 2017 年不会发生动摇：(1) 证监会构建法制化的四梁八柱是趋势，肃清资本市场顽疾，价值和长期投资者受到的影响更小。(2) 宏观上高度不确定，微观上依然要坚持稳中求进的格局难以改变，保持高仓位依然要寻找业绩确定性。(3) 外资和养老金是主要的增量资金，也有利于 A 股美股化特征的夯实。以龙头股投资为前提，我们认为消费品依然是打底仓的第一选择，首推医药和食品饮料。上周市场回调，本周房地产政策趋严，消费品的补跌并未有效发生，这说明基于房地产乐观预期买入消费品的投资者边际影响不大，而寻求业绩确定性溢价和消费升级景气溢价的投资者可能是 2017 年消费品投资的主导力量。但对于相对收益投资者来说，决定排名的可能未必是消费品的底仓，而是周期和成长阶段性行情的择时，我们认为成长股以无风险利率下行作为前提，在二季度后半段会有机会；而周期股的机会来自于需求证伪，乐观预期出清之后，如果大宗商品并未明显回调，会有一波基于业绩能够维持高位确认的修复行情，而二者都要耐心等待观察。2017 主题方面，雄安新区毫无以为仍是当下的最强主题，中期将与混改和一带一路并行成为改革主题的重点方向。美国突袭叙利亚，军工再次迎来事件性催化的窗口，中期关注军民融合持续推进。



申万宏源研究微信服务号

目 录

一、重点行业评价	4
“军工+”五朵金花和研究体系——申万宏源“军工+”系列报告之三	4
设立河北雄安新区点评——雄安新区设立，把握相关钢铁标的短期主题性机会	5
2017 年地热能行业研究报告：从雄县模式看中国地热行业发展	6
行业点评：亚马逊拟大手笔收购 PLUG 股权，关注国内燃料电池产业化元年-燃料电池行业系列报告之四	6
地产行业-中资地产股业绩回顾：17 年冀两成销售增长，负债率进一步分化— 行业点评	8
京津冀专题系列报告之三：5600 人督查大气持续一年，京津冀 2+26 城迎最强环境督查	8
2016 银行业年报回顾——风险逐渐消化，国有大行与股份行现分化 ..	9
高铁第一单落地印尼，“一带一路”订单进入加速落地期——“一带一路”系列研究报告之七	10
二、重点个股评价	11
西山煤电（000983）深度报告：迎国改东风起舞，渐成全球焦煤龙头	11
建投能源（000600）深度报告暨火电行业系列报告之四：受益京津冀与国企改革 被低估的区域龙头	12
中工国际（002051）——芬兰生物炼化厂大单落地为“一带一路”建设添砖，“三项联动”战略执行进入快车道	13
红宝丽(002165)公告点评——投建 2.4 万吨 DCP 项目，拓展 PO 衍生物，上调盈利预测	14
科达洁能（600499）深度报告：受益“一带一路”战略，海外业务助力公司焕发生机	15
新坐标（603040）深度报告： 精密冷锻件核心供应商，横向产品拓展下单车配套价值量 10 倍增长	15
飞亚达 A（000026）点评——高端腕表行业逐渐回暖，渠道费用控制带来更大盈利弹性	16
三、其他和股市相关的重要报告	17

首都副中心 创新发展新标杆——河北雄安新区设立点评	17
创业板市价明确“上锁”，定增或与现金分红挂钩——关于 20170331 证监会再融资新政通报会及证监会新闻发布会表态研究对非公开发 行股票设置现金分红条件的点评	18
韩国世宗、巴西利亚、法国巴黎为雄安提供哪些经验？——国际经验与 配置小组系列研究之三十三	20
首都副中心 创新发展新标杆——河北雄安新区设立点评	21
仓位升至 60%，一带一路和新能源汽车关注度提升较快——A 股投资情 况调查系列（2017/04/04）	23
废钞、财政预算、央行会议后，上院选举胜利助力莫迪改革深化 —— 全 球资产配置系列报告之十五暨印度专题系列之二	24
策略如何看交运——再论“驱动力信号验证”策略体系报告之七	25

一、重点行业评价

“军工+”五朵金花和研究体系——申万宏源“军工+” 系列报告之三

- 投资要点：去年底提出“强军模型”主要挖掘军工股投资机会，我们建立“军工+”模型则发掘非军工股涉军的投资机会。
- “军工+”体系：1、资本层面，混改等资本运作加速，包括军企引入战投、军企参股民企、投资并购和科研院所改制，核心是提高资产证券化率；2、实业层面，军民融合包括民参军和军转民、技术转化，目的是将国防技术工业体系、商业技术工业体系融入到中国的国家技术工业体系。中国迎来“军工+”大时代！
- 背景是五大变革：1、军民融合国策将有实质进展；2、国企改革进入试点施工期；3、军改从组织体制调整到规模结构和力量编成改革；4、国防科技工业改革进入关键年，核心是军工科研院所改革；5、加快科技体制改革和实施创新驱动发展战略。
- 不同于市场观点，我们认为“军工+”今年将进入快车道，重要任务有：1、加快建立军民融合创新体系，顶层设计政策出台；2、聚焦管理体制、军工科研院所改革、军工企业改革、航天军民融合试点。加快制定和出台军工科研院所转制实施意见，并积极稳妥推进。3、推动国防科技和武器装备军民融合，降低准入门槛，“两证合一”，扩大民企参与范围，国防专利解密信息定期公布并促进民用。4、强力推进航天领域、网络信息体系、军援军贸等方面的军民统筹。5、资本层面，军工混改，中央和各省将设立军民融合基金，预计二季度航天科技集团成立 1000 亿“创新发展基金”。
- 海外映射：美国军民融合集中在运营维护和研发，其中研发中轰炸机和防御系统、先进创新技术投入最多，重视 C4ISR 系统；而运营和维护中服务的民用最多，如私营部门护理。
- 中国“军工+”领域：高端装备转化民用最多，占 29%；其次是电子信息化，未来服务业的军民融合空间巨大。
- 我们重点提出了“军工+”五朵金花，分别为军工+混改、军工+信息化、军工+电子、军工+通信、军工+新材料、军工+高端制造，核心标的分别是湘电股份（电驱、综合电力系统和电磁弹射系统核心提供商）、海兰信（军辅船电子行业龙头+海洋信息化领军者）、合众思壮（北斗高精度终端芯片国产龙头+车联网自动驾驶）、楚江新材（打造军工领域国际一流高温合金和 3D 打印制造商）、日发精机（航空零部件加工大型供应商，收购切入航空复合材料和数字化装配线）。

（联系人：谢伟玉/王胜/韩强/王贺嘉/梁爽/刘洋/顾海波/林桢/徐若旭）

设立河北雄安新区点评——雄安新区设立，把握相关钢铁标的短期主题性机会

- 事件：新华社北京 4 月 1 日电：日前，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。这是以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是千年大计、国家大事。
- 雄安新区投资规模比肩深圳、浦东，加速布局京津冀协同发展战略。雄安新区规划范围涉及河北保定雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里，远超浦东新区，接近深圳特区和天津滨海新区。
- 需求端：着力建设优质公共设施、构建快捷高效交通网，短期影响虽有限，长期或改善边际需求。2016 年全国地产和基建投资总额达 254592.3 亿元，全国钢材表观消费量 104273.24 万吨，其中建筑钢材约占 50%。按照申万策略组的测算，未来 5-10 年雄安新区总投资约为 10560.3 亿元，平均每年的钢材需求大约 200-400 万吨，由于钢材的单吨价值相对较高，运输半径限制较小，并且考虑到投资的渐进性，短期对于区域供需格局影响有限。长期来看，按照深圳特区和天津滨海新区的固定资产投资规模测算，5-10 年后雄安新区每年可拉动钢材需求大约 500-1000 万吨，需求规模提升空间较大。
- 供给端：区域钢企地理分布致短期供给影响小，环保加码使长期供给受益。雄安新区当地没有钢厂，距离最近的钢厂在保定其他县区和廊坊，如前进、新利、新钢、盛宝、德龙等，不过廊坊和保定的钢厂已经在产能置换或搬迁规划当中，短期对边际供给影响不大。长期来看，雄安新区身负建设绿色智慧新城重任，环境治理将成为首要工作。此前公布的《京津冀大气污染防治意见稿》表明 2017 年政府进一步加大环保限产力度，包括冬季采暖季钢铁产能限产 50% 等措施，出清无力承担环保成本的落后钢铁产能，提高行业集中度，利好当地环保达标的钢铁企业。
- 投资建议：我们认为雄安新区的设立对钢铁股票的影响主要在短期的概念主题炒作方面，重点推荐河钢股份，建议关注新兴铸管和首钢股份。河钢股份产能在唐山、邯郸、承德，供给端不会受新区规划影响；公司是京津冀区域内最大的钢铁集团，也是国内第二大钢铁集团，建筑钢材占比 35-40%，是京津冀地区最大的建筑钢材厂，需求端充分受益于雄安新区建设。新兴铸管是全球最大的球墨铸铁管生产商之一，在邯郸和武安地区拥有球墨铸铁管产能 70 万吨，用于市政水务工程，武安本部有 240 万吨钢铁产能，主要是建筑钢材，京津冀地区产能占公司总产能比例大约 30%，需求端明显受益。首钢股份是京津冀地区龙头钢厂，产能位于唐山和迁安，由于产品以板材为主，短期利好影响相对较小。

(联系人：孟烨勇/姚洋/郇悦轩)

2017 年地热能行业研究报告：从雄县模式看中国地热行业发

- 事件：中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。我们认为选址河北雄县及周边的理由有三：（1）有利于疏解北京的非首都功能（2）地理位置优越，交通便捷通畅（3）雄县是中国地热资源最丰富的地区之一，清洁能源供暖示范意义显著。
- 雄县政府联手中石化，推进地热资源的利用开发成果显著。地热产业常引进石油、天然气等常规能源勘测设备，为地热能寻找准确的开采点。中石化旗下的新星石油有限责任公司，是以地热开发利用为主的新能源专业公司。目前，雄县已建成地热供暖面积 385 万平方米，基本实现了地热集中供热全覆盖，雄县成为我国第一个“无烟城”。
- 中国地热资源利用率低，但加速开发有助于达成“十三五”二氧化碳减排目标。中国地热发展较慢，资源利用率较低。“十三五”期间，中国规划每年的二氧化碳排放量在 100 亿吨以下，减排压力巨大。若完成“十三五”地热发展目标，2020 年地热能年利用总量相当于替代化石能源 7000 万吨标准煤，相应减排二氧化碳 1.7 亿吨，节能减排效果显著。
- “十三五”地热发展规划重心在京津冀地区。“十三五”期间，我国首编地热发展规划，预计新增地热能供暖（制冷）面积 11 亿平方米，新增地热发电装机容量 500MW，累计拉动投资 2600 亿元。预计 2020 年累计达到 16 亿平方米，利用量 4000 万吨标准煤，京津冀地区年利用量达到约 2000 万吨标准煤，约一半容量在京津冀地区布局。
- 投资建议：未来五年市场投资约 2600 亿元，地源热泵有望成为社会资本切入行业的入口。地热开发利用具有前期开发投资体量大、风险高的行业特征，社会资本进入门槛较高。中短期来看，中国石化下属的新星公司有望成为最大推手，“雄县模式”加速推广。长期来看，设备投资比重最大的地源热泵有望成为社会资本切入行业的入口。相关标的包括陆特能源（832184）、开山股份、盾安环境、烟台冰轮、大冷股份、海立股份、汉中精机、双良节能。

（联系人：刘晓宁/叶旭晨/韩启明/宋欢/郑嘉伟）

行业点评：亚马逊拟大手笔收购 PLUG 股权，关注国内燃料电池产业化元年-燃料电池行业系列报告之四

- 事件：4 月 5 日，燃料电池系统集成商普拉格能源（PLUG）发布公告，公司于 2017 年 4 月 4 日与亚马逊（AMZN）达成交易协议，亚马逊获得购买公司不超过 23% 股权的权利，购买权生效的条件是亚马逊在协议期内对公司的采购金额达到 6 亿美金。亚马逊是全球最大的零售商，将在其全球 11 个运营中心布置燃料电池叉车。

- 互联网巨头亚马逊推动燃料电池应用，系统集成商业绩有望大幅提升。PLUG 公司的 GenDrive 燃料电池解决方案使用燃料电池取代电动叉车中的铅酸电池，具有更清洁、电能补给更快、动力稳定性更好等优势。且在成本不断下降的情况下，规模化应用有望成为趋势。零售商采购叉车用于仓储中心的需求在提升，因此需要可以提供全套清洁能源解决方案的系统集成商。由于燃料电池行业的技术高门槛，全球范围能够像 PLUG 这样提供燃料电池系统集成解决方案的企业并不多，过去 PLUG 的客户就包括耐克与沃尔玛，因此亚马逊选择与 PLUG 合作也顺理成章。此次交易协议体现了亚马逊对燃料电池应用的积极态度，获取认购权证的动作也体现了对 PLUG 未来盈利改善的信心。根据协议，我们预计 2017 年亚马逊采购金额有望达到 7000 万美金，2018 年有望翻倍，2016 年 PLUG 营收 8592.8 万美元，新签订单带来的业绩弹性可观。
- 国内燃料电池元年到来，千台落地印证国产化崛起。燃料电池是我国新能源汽车“三横三纵”发展路线的重要分支，被看作是移动能源领域的“终极方案”。全球燃料电池发展领先的国家是日本与美国，但成本下降较慢，我们认为未来引领燃料电池产业化的将是中国。政策层面，《能源技术革命重点创新行动路线图》、《中国制造 2025》等最新政策文件都将燃料电池行业作为重点支持产业；补贴层面，财政支持政策明确表示燃料电池汽车相应的补贴不退坡；需求层面，应用燃料电池的公交车与物流车示范运营逐渐放量，东风、福田、宇通等整车企业都在积极参与。我们预计 17 年全行业有望落地上千台燃料电池汽车，国产化崛起正在发生。
- 投资建议：
- 关注电堆国产化进程，重视核心零部件自主供应商。与往年燃料电池的主题行情不同，国内已有两大核心标的（1）大洋电机（参股 BLDP 9.9% 股权，电堆国产化唯一标的，近日签署模块组装框架协议，后续更多合作有望落地）、（2）富瑞特装（目前已能生产 700MPa 储氢罐，16 年底与 PLUG 及国内某专用车厂签订合作协议，3 年内推广 13500 辆燃料电池专用车，其中 2017 年 500 辆）。
- 重视海外电堆龙头 BLDP，2017 年出现业绩拐点。不要忽视巴拉德动力系统（BLDP）是更好的海外投资标的。BLDP 在 2014 年之前是 PLUG 的排他性供货商，排他性协议取消后依然是 PLUG 的核心供货商。我们预计 PLUG 订单落地之后，BLDP 也会收获订单。此外，2017 年 BLDP 在中国发展势头迅猛，通过与大洋电机、国鸿氢能的合作，电堆国内销售放量，国产化合作加速，17 年 BLDP 大概率扭亏为盈。

(联系人：刘晓宁/叶旭晨/韩启明/宋欢/郑嘉伟)

地产行业-中资地产股业绩回顾：17年冀两成销售增长， 负债率进一步分化——行业点评

- 核心净利持平。我们综合分析了10家核心大中型香港上市中资开发商的2016年业绩，收入同比增长14%至6700亿元，同期归属于股东的核心净利同比增长6%至790亿元。这10家公司2016年收入平均增速约17%而同期核心净利增速仅为0.2%。
- 毛利率小幅回升。总体来看，公司平均毛利率水平从2015年的24.7%小幅上升0.7个百分点至2016年的25.4%，但仍有三家公司毛利率出现下滑，包括富力地产（-3.8 ppts）、合景泰富（-1.5 ppts）和世茂房地产（-0.9 ppts）。从绝对水平来看，合景泰富毛利率仍位居第一，达34.6%，华润置地紧随其后为33.7%。
- 分红强劲上涨。2016年公司分红普遍超预期，其中8家公司提高了股息分派率，分红占其核心净利比例的平均水平从2015年的30%上升至2016年的37%，意味着2016年全年每股股息平均同比增长32%，平均股息率达5.2%。具体来看，三家民营开发商——合景泰富、富力地产和世茂房地产维持历来的高分红，其股息率分别高达101%、9.3%和6%。
- 负债率持续分化。这10家公司的平均净负债率水平从2015年末的74%上升5个百分点至2016年末的79%，主要受16年大幅买地的融创中国拖累，其净负债率水平从76%大幅飙升至208%；与此同时，以高分红著称的高杠杆开发商富力地产净负债率也从168%继续上升至175%。。
- 维持标配评级。这10家核心大中型香港上市中资开发商于2017年一季度平均反弹三成，同期恒生国企指数仅上涨9%。目前板块估值为32%净资产折价、0.9倍17年PB和7.1倍17年PE，相比3年或5年历史平均估值约45%净资产折价。我们维持行业标配评级，建议投资者对基本面较为薄弱的公司获利了结，而对基本面稳健的行业领军者——龙湖地产和华润置地，以及高分红的合景泰富，则可逢低吸纳。

(联系人：李虹)

京津冀专题系列报告之三：5600人督查大气持续一年， 京津冀2+26城迎最强环境督查

- 事件：环保部4月5日宣布，将对京津冀及周边传输通道“2+26”城市开展为期一年的大气污染防治强化督查，并从全国抽调5600环保执法督查。
- 投资要点：保证中央压力传导和目标坚决落实，五大方面开展最大国家层面督导。本次督查重点强调五个方面：1) 强化督查强调对地方党委、政府和有关部门进行压力传导，并始终保持高压态势；2) 坚持问题导向；3) 明确督查重点，对县级党委、政府要责任落实；对大型企业要督促落实排污许可制度和全面达标排放计划。4) 强化整改落实。5) 保证督查质量，。

- 京津冀大气污染将成为重点防治任务，一季度专项督查结束，抽调 5600 人的新一轮强化督查即将开始。为加强环保监督，环保部从全国抽调 5600 名环境执法人员开展督查。此前 2017 年第一季度空气质量专项督查，涉及督查人员 260 余人，次轮督查执法则直接从地方抽调 5600 人，规模为先前的 20 倍。同时国务院总理李克强在十二届全国人大五次会议的中外记者问答中称，国家为此将设立专项基金，预计专项基金将与督查形成互补，加强大气污染防治落地。
- 此前一季度督查中，“2+26”城市空气质量较差的后 10 位城市（从第 28 名到第 19 名）依次是晋城、唐山、郑州、石家庄、保定、淄博、长治、阳泉、聊城和邢台。保定大气治理直接影响雄安新区千年大计，预计将进行重点防治。
- 投资建议：17 年将成为各板块里面的一个新型投资重点。主要受益标的：1. 雾霾源解析带来的提升监测能力及数据分析能力需求，对应标的：先河环保（网格化监测+配套源解析增厚利润，16 年表现亮眼，17 年爆发态势明显；VOCs 治理项目启动）。关注：雪迪龙（电厂尾气监测+智慧环保龙头，增发预案已于 1 月 19 日提交修订稿，预计年内完成，为后续业绩释放扫清障碍）2. 烟气治理，对应标的：清新环境（脱硫脱硝超净排放龙头，监管趋严带来非电领域市场打开，估值提升）。

（联系人：刘晓宁/董宜安/王璐/高蕾）

2016 银行业年报回顾——风险逐渐消化，国有大行与股份行现分化

- 投资要点：
- 业绩：受营改增和息差收窄影响，银行营收微增，股份制银行净利润增速略高于五大行。当前，年报披露主要集中于五大行和股份行。不考虑次新股，11 家上市银行 16 年实现营收 3.34 万亿元，同比微增 0.01%；归母净利润 1.18 万亿元，同比增长 1.1%。其中，五大行合计净利润同增 0.2%，六家股份行同增 4.3%。
- 资产：债券类投资驱动规模增长，新增贷款中按揭占比近六成。受贷款（+11.8% YoY）和债券类投资（+25.8% YoY）共同增长驱动，11 家上市银行总资产同比增长 12.6%。整体来看，在信用风险持续暴露的背景下，上市银行全年对贷款投放态度较为保守，更加“轻”型化发展：从贷款结构来看，公司贷款占比较 16 年中期降低 3.2%，而低风险的零售贷款占比较 16 年中提升 2.5% 至 35.7%；其中新增按揭贷款占总新增贷款的 57.8%，而农行和中行分别高达 78.2%、70.5%。
- 负债：股份行对同业负债的依赖进一步提升，而大行的存款基础较好。“同业存拆放+卖出回购”占比环比三季度提高 1.8% 至 17.5%，应付债券全年同比增长 35.1%，主要是受民生、浦发等股份行的同业存单拉升，在总负债中占比环比三季度降低 26BP 至 3.7%。存款方面，受季节性因素影响，16 年上市

银行存款占比环比微降 1.75%至 74%。五大行存款占比(78.3%)显著高于股份行(68.4%)，其活期存款占比也高达 52.7%。

- 息差：16 年下半年息差降幅显著收敛。受 15 年降息贷款重定价影响，16 年银行息差水平显著下行，全年同比收窄 30BP 至 2.15%。但从季度环比来看，息差企稳趋势明确，下半年降幅明显收敛(仅为 5BP)。展望 17 年，在稳健中性的货币政策环境下，考虑到贷款重定价影响逐步消除、存款活期化显著，我们认为 17 年息差水平将大概率企稳，预计一季度净息差与 16 年基本持平。
- 中收：增速逐季下行，占比持续提升。上市银行手续费及佣金净收入增速进一步降低至 6.4%（前三季度同比增速分别为 18.5%、10.7%、8.1%），主要受五大行增速放缓影响(3Q:3.1%,16:2.8%)；手续费收入占营收比重同比提升 1.24%至 21.7%。在银行新规(取消异地汇款手续费、同一银行仅能开一个 I 类账户)、理财监管趋严的背景下，预计 17 年行业中收增速保持平稳。
- 资产质量：关注和逾期双降，风险大幅消化。上市银行 16 年平均不良率 1.72%，同比微升 6BP。但行业关注类贷款占比在 16 年中期达到高峰后，在下半年已逐渐降低 14BP 至 3.4%；而逾期贷款率同比降低 16BP 至 2.5%。“不良贷款/逾期 90 天以上”比率为 106.8%，较 15 年底提升 1.4%，表明整体不良认定趋严。考虑到银行信贷结构持续优化、长三角地区不良领先掉头转向以及不良处置力度加大，我们预计 17 年行业不良生成速度将继续稳中有降，缓释银行拨备计提压力，基本面持续改善将利好银行股业绩。
- 资产质量：大行与股份行出现分化。不良率方面，五大行同比仅提升 2BP 至 1.71%；而股份行不良率同比提升 20BP 至 1.76%，已超过大行。“不良贷款/逾期 90 天以上”比率，五大行已提高至 116.7%，而股份行仅为 83.8%，因此未来股份行不良确认与拨备计提的压力也会高于大行。
- 投资建议：维持板块看好评级，积极推荐板块配置价值。此前受 MPA 考核预期扰动和市场流动性收紧影响，板块走势有所调整。当前板块对应 0.9X 的 17 年 PB，而五大行更低至 0.8X 的 17 年 PB，估值修复仍将持续，不必过度担忧。基于息差和资产质量逻辑，以及同业去杠杆的监管环境，我们更看好大行和优质城商行表现，重点推荐宁波银行、南京银行、北京银行、招商银行、工商银行。

(联系人：毛可君)

高铁第一单落地印尼，“一带一路”订单进入加速落地期——“一带一路”系列研究报告之七

- 事件：由中国中铁和中国电建参与的联合体与中印尼高铁公司（PT KeretaCepat Indonesia China）在印度尼西亚首都雅加达签署了印度尼西亚雅万高铁项目总承包合同（EPC），约定由联合体承担该项目的设计、采购、施工总承包任务，合同金额约为 47.01 亿美元（按发布公告当日汇率约折合人民币 324.35 亿元），项目工期为 36 个月。
- 有别于大众的认识：（1）中国标准高铁第一单落地，一带一路早期成果进入全面实施阶段。印尼雅万高铁位于印尼爪哇岛西部，是连接印尼首都雅加达

至万隆的高速铁路，线路一期全长 143 公里，由中国印尼合资模式建设运营，采用中国高铁设计、建设、验收标准建造、中国动车组运营，最高设计时速 350 公里。该合同的签署标志着中国和印度尼西亚铁路合作取得重要进展，雅万高铁这一“一带一路”建设早期重要成果进入全面实施阶段。（2）“一带一路”推进由“虚”入“实”。印尼雅万高铁是中国在海外落地的高铁第一单，标志着中国高铁走出去取得重大突破，背后的意义重大。“一带一路”战略 2013 年首次提出以来，中国政府做了大量推进工作，亚投行、丝路基金等的设立，配合大量“一带一路”理念的宣传，已经为“一带一路”实质性成果的落地做了充足的准备。我们认为“一带一路”的建设将逐渐从理念宣传，框架布局阶段，转入合作的实质性落地阶段。（3）“一带一路”高峰论坛召开在即，项目合作有望进入加速落地期。今年 5 月在北京召开一带一路高峰论坛，一带一路推进的阶段性成果有望在会议前后大量落地，目前趋势已经开始体现，4 月 5 日，中工国际与在芬兰签署 8 亿欧元的生物炼化厂（纸浆厂）项目，印尼 47 亿美元高铁落地，后续重大国际工程项目签订有望进入快车道。

- 投资建议：综合国际工程竞争实力、“一带一路”对业绩弹性，估值水平三方面考虑。首推价值尚待挖掘、“一带一路”受益程度高的中工国际（17 年 18X，25%增长）、葛洲坝（17 年 13X，28%增长）；推荐国际工程竞争力强、对业绩影响大的北方国际（17 年 27X，40%增长）、中钢国际（17 年 25X，35%增长）、中国交建（17 年 15X，20%增长）；建议关注国际工程竞争力强大，后续有望获取大单的中国中铁、中国铁建、中国电建、中国中冶、中国化学等。

（联系人：李峙屹/李杨）

二、重点个股评价

西山煤电（000983）深度报告：迎国改东风起舞，渐成全球焦煤龙头

- 投资要点：
- 焦煤龙头风范，先进产能稳定释放。公司背靠全国最大的炼焦煤生产基地。其主要开采西山和兴县煤田，煤质优良，保有储量 42 亿吨。其中焦煤、肥煤为世界稀缺资源，具有粘结性强、结焦性高等多种优点。与国内主要上市的焦煤企业：冀中能源、永泰能源、潞安环能、阳泉煤业、平煤股份以及盘江股份相比，西山煤电的精煤品种最为齐全，有焦精煤、肥精煤、瘦精煤，气精煤。公司主力生产矿井斜沟矿，根据减量置换制度保持了 1500 万吨/年能力，预计 2017 年西山煤电的产量保持在 2800 万吨左右。
- 量价锁定，业绩安全边际提高。2016 年，供给侧改革、低库存与下游需求增长三者发力，使煤价出现恢复性上涨。2017 年，煤炭行业进入全行业调控，有望实施煤炭最低和最高储备制度、中长期合同制度和平抑煤炭价格异常波

动机制等五大制度，政策调控目标明确，供应端对煤价支撑力仍将较强，稳定市场预期，煤炭行业整体盈利情况有望继续改善。控股股东山西焦煤集团是国内最大的炼焦煤供应商，已与十四家钢铁企业签订 2017 年炼焦煤中长期合同，中长期合同量占比达 70%，基准价稳定在 2016 年 11 月高位的基础上。西山煤电斜沟矿生产的洗混煤，发热量高，内在水分低，燃烧灰份的矿物质有利于改善水泥熟料质量，同类产品价格高于发电用煤。预计 2017 年有较好的盈利空间。

- 热电联产提高机组开工率，构建电力项目盈利基础。西山煤电目前拥有 3 座火力发电标厂并改造为热电联产项目，运营装机容量达 315 万千瓦时。公司拥有的古交电厂是目前国内最大的燃洗中煤坑口电厂，其三期 2*66 万千瓦时项目 2017 年投产，投产后，供热能提高 645，至 7600 万平方米，将成为太原市的主要供热源。公司增资收购山西中铝华润有限公司 20% 股份，该项目属“煤电铝材+局域电网”产业链，形成新的利润增长点。
- 整体上市推进在即，资产注入可期。2017 年山西国企改革大幕拉开。控股股东山西焦煤是山西省改组国有资本投资公司试点企业，是山西省打造的全球最大炼焦煤供应商，西山煤电已明确作为山西焦煤优质焦煤资产的整合平台。山西焦煤可注入的炼焦精煤量 3000 万吨以上，西山煤电还要整合山西省其他炼焦煤企业。长期困扰集团资产注入的采矿权价款转赠国家资本金问题基本解决，资产注入可期。
- 投资建议：在炼焦煤价格保持高位盘整的条件下，预计 2017 年、2018 年、2019 年公司 EPS 分别为 0.56 元、0.58 元、0.60 元；对应 PE 分别为 17 倍、17 倍和 16 倍。以 A 股与公司规模相当的炼焦煤公司阳泉煤业、冀中能源作为对标标的，两家公司 17 年、18 年平均估值 PE 为 20 倍和 17 倍，而公司 17 年和 18 年 PE 为 17 倍，处于相对低估状态，具备投资价值。且未来集团资产注入可期，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济下行，导致煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。

(联系人：周泰/刘晓宁/孟祥文)

建投能源（000600）深度报告暨火电行业系列报告之四：

受益京津冀与国企改革 被低估的区域龙头

- 公司是河北省国资背景的热电联产龙头，在河北南网市占率超过 20%（雄安新区隶属河北南网）。公司主要在包括雄安新区在内的河北南网从事热电业务。16 年控股发电量占河北南网发电量的 22%，占河北省全省的 12%。公司发电资产均为 30 万 kW 以上热电联产机组，并提前实现超净排放。
- 受益京津冀大气环境治理，公司经营效率有望进一步提升。河北环京 18 个县市、石家庄市等重点区域划定为禁煤区，用集中供热、电、气替代散煤燃烧。公司西柏坡电厂今年起向石家庄市内供热，供热面积有望翻番。16 年公司机组利用小时逆势上涨至 5252h。热电机组以热定电，伴随着供热面积增长、煤电供给侧改革，公司发电效率有望进一步提升。

- 公司积极发展海内外清洁能源项目，优化机组结构。16 年公司投资乐亭海上风电、收购四川东西关水电 6% 股权，积极发展清洁能源发电项目。公司还参与增资中非基金牵头的海外基础设施开发投资有限公司，为海外市场的发展奠定基础。我们认为，公司将发展视野拓展到清洁能源、海外市场，多元化业务将提供发展新动力。
- 控股股东建投集团承诺注入优质资产。建投集团于 07 年就解决同业竞争出具了承诺，并已将大量热电项目股权转让给公司。集团为省属第一大国资企业，已被列为河北省国企改革试点单位。上市公司于 16 年 4 月启动第一期员工持股计划，未来随着集团国企改革的推进，有望迎来新的发展机遇。
- 盈利预测及投资评级：我们维持公司 17~19 年归母净利润分别为 9.43、11.4 和 13.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.64 和 0.77 元/股，目前股价对应 17~19 年 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍，低于行业平均估值水平（17 年 29 倍）。我们认为，随着京津冀一体化拉动，公司热电联产项目推进，以及参与清洁能源开发、配售电业务，公司经营规模有望加速扩张，上调评级至“买入”。

(联系人：刘晓宁/王璐)

中工国际 (002051) ——芬兰生物炼化厂大单落地为“一带一路”建设添砖，“三项联动”战略执行进入快车道

- 事件：中工国际与芬兰北方生化公司签署了芬兰 Boreal Biorefinery 生物炼化厂（纸浆厂）项目商务合同，项目内容为建设一座年产 40 万吨的生物炼化厂（纸浆厂），工作范围包括设计、供货、土建、安装、调试、人员培训等，项目建设工期 30 个月，合同金额为 8 亿欧元，约合 58.62 亿元人民币，占 16 年收入 72.67%。
- 有别于大众的认识：（1）习主席访问芬兰重要成果落地，公司国际工程承包龙头地位凸显。4 月 4 日至 6 日，中国国家主席习近平将对芬兰进行国事访问，这是中国国家元首时隔 22 年首次访芬，也是习主席作为中国国家元首首次访问北欧，在此访问期间中工纸浆厂项目落地对于双边合作成果意义十分重大，中工的国际认可度以及龙头地位凸显。（2）北欧区域市场实现突破，项目质量好，融资更为便利。对于中工而言，目前已经成熟培育东南亚、西亚非洲、中亚东欧、拉美四个支柱市场，而芬兰项目的落地意味着北欧市场取得新的突破，后续以点带面继续深耕北欧市场值得期待。同时该项目不同于以往在发展中国家，芬兰经济发达，人均 GDP 达 4.23 万美元，该项目的国别风险很小，后续落实项目融资也有望更为便利。（3）“三相联动”典范，为长期持续发展保驾护航。投融资、工程、贸易的“三相联动”是中工的重要战略，可以理解为找到合适的产业方向，发挥公司工程优势，以强大的投融资能力带动，未来再通过商品贸易等获取持续利润。这次林浆项目成为公司“三相联动”战略的成功示范，北欧针叶浆是国内稀缺的重要资源，通过芬兰项目可以帮助中工进军浆纸产业，长期持续发展更添动力。（4）与瑞典设立浆纸产业基金，“三项联动”发展提速。今年 4 月 1 日公司出资 3750

欧元与瑞典林浆产业公司共同发起设立林浆产业基金管理公司，并出资不超过 1 亿美元发起设立林浆产业投资基金，产业基金以纸浆厂项目为核心，适当考虑向浆纸产业链上下游延伸。北欧林浆产业发达，选择与中工合作凸显公司强大实力，并有利于引入浆纸产业专业投资管理力量，公司后续“三项联动”战略加速发展值得期待。

- 维持盈利预测,维持买入评级:预计公司 17 年-19 年净利润为 15.93 亿/20.07 亿/24.48 亿元,增速分别为 25%/26%/22%;对应 PE 分别为 17X/13X/11X,维持“买入”评级。

(联系人:李峙屹/李杨)

红宝丽(002165)公告点评——投建 2.4 万吨 DCP 项目，拓展 PO 衍生物，上调盈利预测

- 公司公告子公司泰兴化学拟利用“年产 12 万吨环氧丙烷项目”形成的条件建设“年产 2.4 万吨 DCP 项目”，建设期三年，分为两期建设，一期 1.2 万吨 DCP 装置，依托 12 万吨环氧丙烷项目现有公用工程。二期建设 1.2 万吨 DCP 装置及配套公用工程站。项目总投资为 4.37 亿元，预计达产后年均销售收入为 4.1 亿元，年均利润总额为 10,860 万元，年均净利润为 8,150 万元。
- DCP(过氧化二异丙苯)是一种绿色环保的交联剂新材料,未来需求稳定增长。主要用于橡胶和塑料的交联剂以及高分子材料的引发剂，下游应用领域包括汽车、船舶、制鞋、电线电缆、EPS 等橡塑行业。我国的 DCP 生产规模、工艺技术、产品质量、生产成本达到国际领先水平，产品竞争力强，出口比例较高，据测算 2012 年至 2016 年我国 DCP 行业销售年增长率在 5%左右，预计未来仍将保持稳定增长。目前，DCP 产品在热塑性聚烯烃(如 PE、EVA 等)的交联和天然橡胶、合成橡胶的硫化应用上具有不可替代性。同时由于环保趋严，中小企业关停居多，近期价格已上涨至 3 万/吨左右。
- 利用环氧丙烷的中间产物打造 DCP 产品一体化优势，丰富公司环氧丙烷—聚醚、醇胺及衍生物产业链。公司生产 DCP 的主要原料来自于泰星化学 12 万吨环氧丙烷项目产生的中间品，此为国内首创，具有成本低、投资省、环保性好等独有的循环一体化优势。公司的 PO 项目目前正在稳步推进中，预计将于 17 年底竣工投产，PO 以及 DCP 的投产将成为公司未来两年新的利润增长点。
- 盈利预测及投资评级：公司在打造环氧丙烷—聚醚、醇胺及衍生物产业链、聚氨酯保温板的同时转型切入新能源锂电正极材料行业和化工新材料行业，传统业务硬泡聚醚稳定增长提供安全边际，向原料 PO 拓展稳固自身成本优势，进一步投产衍生物 DCP 丰富产业链产品，聚氨酯保温板受益海绵城市及节能建筑的建设逐步放量，异丙醇胺全球龙头新领域需求放量且替代需求空间大，投建锂电正极材料都彰显了公司向新能源、新材料方向转型的坚定决心，未来四块业务协同发展将保障公司业绩持续释放。预计 DCP 项目一期将于 18 年投产，上调 18 年盈利预测，维持增持评级。预计 2017-18 年 EPS 为 0.28、0.39 元，当前股价对应 17-18 年 PE 为 27X、19X。

(联系人: 马昕晔/宋涛)

科达洁能(600499)深度报告: 受益“一带一路”战略, 海外业务助力公司焕发生机

- 受益“一带一路”政策, 主业建材机械业务大举扩张印度市场。公司海外业务在 2017 年迎来成长拐点, 主要受益以下因素: (1) 公司扎根印度市场超过 15 年, 从 1995 年开始为当地陶瓷厂商提供深加工设备, 替代昂贵的意大利进口设备。(2) 国内建材市场产能饱和, 倒逼行业龙头寻求海外市场, 并积极尝试整合海外资源。(3) 印度财政部于 2016 年 3 月开始对原产于或来自中国进口的瓷砖产品征收临时反倾销税, 导致印度本地瓷砖进口贸易商纷纷采购陶瓷机械设备, 中国陶机设备需求大增。(4) 受益一带一路政策, 金融机构加大扶持力度, 公司在印度市场积极尝试融资租赁模式, 优化客户的付款方式。
- 国内市场环境恶劣倒逼企业出海, 海外投资助力收入占比不断提升。2015 年国内经济增长乏力, 公司所在的主要下游行业, 建筑陶瓷国内生产企业开工率下滑至 70%, 恶劣市场环境倒逼公司向广阔的海外市场寻求转机。公司与海外合作伙伴投资建厂, 在存在消费需求升级的海外市场空白点快速突破。2016 年上半年, 公司实现海外业务收入 6.34 亿元, 同比增长 126.76%。
- 上调盈利预测, 上调评级为“买入”: 我们认为公司高度受益“一带一路”战略, 主营业务建材机械设备通过“生产本地化”、“金融手段优化付款方式”等实现存量地区“替代欧洲进口设备”、增量地区“抢占新兴空白市场”。公司借助印度市场反倾销契机, 2017 年有望迎来业绩拐点, 海外业务有望实现 >30% 高增长。公司有望近期定增获批, 定增发行价格 7.32 元/股, 高管增持均价 7.67 元/股, 员工持股均价 8.21 元/股, 目前股价 8.08 元/股。我们维持公司 2016 年业绩预测 4.67 亿元不变, 上调公司 2017-2018 年业绩为 6.38 亿元和 8.33 亿元(上调前公司业绩为 5.15 亿元和 5.65 亿元), 当前股价对应的估值分别为 20 倍和 15 倍, 上调评级为“买入”。

(联系人: 刘晓宁/叶旭晨/韩启明/郑嘉伟)

新坐标(603040)深度报告: 精密冷锻件核心供应商, 横向产品拓展下单车配套价值量 10 倍增长

- 投资评级与估值: 首次覆盖, 给予买入评级。我们预计 2016-2018 公司将实现 1.57 亿、3.08 亿及 4.98 亿元收入, 对应净利润为 0.54 亿、1.12 亿及 1.91 亿, YOY 为 17.02%、107.41%及 70.54%, 对应 EPS 分别为 0.9 元、1.87 元及 3.19 元, 当前市值下, 对应 PE 分别为 103、50 和 29 倍。考虑到公司 2017-2018 年复合增长率在 90%左右, 给予 PEG=0.5 即 2018 年 PE=45 倍, 对应目标市值 86 亿, 一年目标价 143 元。

- 关键假设点：1、公司产能投放节奏符合预期。预计在 2016-2018 年可实现总产能 5.99 亿、6.63 亿及 6.63 亿件，包括气门组精密冷锻件 5.63 亿、6.17 亿及 6.17 亿件，气门传动组精密冷锻件 2,766 万、3,693 万及 3,693 万件，其他精密冷锻件 811 万件、907 万件及 907 万件。2、所获订单节奏符合预期。目前公司价值量最大的产品组合气门传动组精密冷锻件从 2016 年下半年起已小批量供货于一汽大众、上海大众及比亚迪，且获得德国大众液压挺柱的定点供应商资格。假如 2017 年可为南北大众供应车型销量的 30%，按照南北大众 330 万年销量，将增加 99 万辆车配套，单车净利 52.5 元下，对应新增 5200 万净利润。
 - 有别于大众的认识：市场并未完全认识到公司在行业内的优质性及增长的可持续性。一是财务数据亮眼，ROE、毛利率、净利率、资产负债率都远超可比公司及行业平均。二是，公司的精密冷锻技术核心工序自产率非常高，产业一体化优势明显，配套壁垒更高，因此财务数据的亮眼性可维持下去。2013-2016H 公司外协加工费占营业成本的比例分别为 7.25%、11.02%、10.58%和 8.37%，外协加工费占营业成本之比仅为同行业可比公司的 1/5。
 - 股价表现的催化剂：业绩释放，订单节奏超预期
 - 核心假设风险：产能释放慢，订单进度不及预期
- (联系人：蔡麟琳/宋亭亭)

飞亚达 A (000026) 点评——高端腕表行业逐渐回暖，渠道费用控制带来更大盈利弹性

- 公司披露一季度预告：公司 2017 年一季度归属于上市公司股东的净利润为 4,360.22 万元-4,632.73 万元，同比增长 60%-70%，超市场预期。EPS 为 0.099 元/股-0.106 元/股。我们预计 17Q1 收入增速在 10%左右，因名表零售业务净利率弹性较大，加之 16Q1 低基数，带动 17Q1 盈利大幅改善。
- 国内可选消费品行业回暖，公司亨吉利名表零售业务出现改善迹象。国内可选消费品行业 16 年下半年开始出现改善迹象，以瑞士腕表对华出口量而言，16Q3 开始一改之前下滑的态势，开始出现季度同比正增长；16Q3,16Q4,17 年 1-2 月的对华出口额分别同比增长 9.6%，12.5%和 7.0%。由于人民币贬值和国内奢侈品定价下移，致国内外价差同比收窄，境外消费出现回流迹象；加之国内购物环境提升改善，境内高端可选消费出现改善迹象；并有望在 17 年得以延续。
- 亨吉利品牌竞争力逐步彰显；渠道费用控制，净利润改善更为明显。由于公司多年耕耘名表零售业务，终端零售竞争力逐步体现，我们预计 17Q1 亨吉利名表零售渠道收入增速在 10%以上。亨吉利名表业务净利润率改善更为明显，系公司进行合理成本控制，通过关闭坪效较低门店，精简人员配置，从而有效提升运营情况和效率；亨吉利净利率明显提升是公司 17Q1 业绩大幅改善的主要原因。
- 自有品牌飞亚达表市场认可度提升，智能腕表提高产品价值。飞亚达表品牌国际化持续推进，伴随新表款上市及持续的品牌营销推广，不断提升品牌附加

值。与阿里巴巴 YunOS 事业部合作开发智能腕表系列也使公司在探索智能化，互联网化方面做出积极的探索和尝试。

- 国企改革预期，自持物业价值丰厚。公司实际控制人中航工业集团是首批央企改革试点单位之一，公司作为集团非核心业务，且处于完全市场化竞争领域，未来有望受益国企改革推进预期。自有物业价值丰富：公司旗下物业包括位于深圳南山科技园的飞亚达科技大厦（6.8 万平），位于深圳福田区的飞亚达大厦（2 万平），深圳光明新区的工厂及西安、沈阳自有门店物业，为公司带来稳定的租金收入和较强的市值安全边际。
- 上调盈利预测，维持增持！受益于全球奢侈品复苏态势、我们预计名表行业将于 2017 年逐渐回暖；成本费用管控下，体现更明显的盈利弹性！因公司净利率弹性明显，我们上调公司 2017-18 年 EPS 至 0.35 元和 0.42 元（原为 0.29 元和 0.35 元），目前股价（15.13 元）对应 2017-18 年 PE 分别为 43 倍和 36 倍，公司总市值 66.4 亿，建议增持！

（联系人：周海晨/屠亦婷/范张翔）

三、其他和股市相关的重要报告

首都副中心 创新发展新标杆——河北雄安新区设立点评

- 结论或者投资建议：
- 中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域。起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。新华社通稿中将规划建设雄安新区定义为“以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是千年大计、国家大事”。规格之高，极为罕见。
- 规格之高主要原因在于重要的历史使命。为什么雄安新区规格如此之高，很可能和雄安新区承担的历史使命有关。按照通知要求，雄安新区的定位体现在以下四个方面：1、集中疏解北京非首都功能；2、探索人口经济密集地区优化开发新模式；3、调整优化京津冀城市布局和空间结构；4、培育创新驱动发展新引擎。假如说 1 和 3 还是京津冀协同发展的探索的话，2 是解决大城市病和新型城镇化的探索，4 是中国经济转型的探索。与通州北京行政副中心的定位相比，雄安新区的规划建设承担的历史使命更多。假如说是通州建设还是立足于北京发展北京，是一种常规思路的话，雄安新区的建设则是跳出北京来发展北京，是一种发展思路的创新。规划建设北京行政副中心和河北雄安新区是京津冀协同发展的两大战略举措，但从历史的重要性来看河北雄安新区建设的重要性要大得多，堪称京津冀协同发展战略的点睛之笔。
- 雄安新区比肩深圳特区和浦东新区，发展空间广阔。1980 年 8 月深圳特区得到批准；1990 年 4 月中央同意上海加大浦东开发。目前深圳特区面积 1991

平方公里，常住人口 1138 万人，经济发展辐射珠三角；浦东新区区域面积 1210 平方公里，常住人口 550 万人，经济发展辐射长三角。雄安新区远期控制区面积约 2000 平方公里，有望极大地带动京津冀地区的发展，发展空间广阔。

- 有望成为新时期创新发展的标志。改革开放以来，中国一共经历了三轮完整的经济周期，目前正处在第四轮周期。按照“谷-谷”法划分，分别为 1981-1990 年，1991-1999 年，2000-2009 年以及 2010 年以来。非常有意思的是，深圳特区、浦东新区的设立分别是 1981-1990 年和 1991-1999 年两轮经济周期的起点和标志性事件。我们预计十九大之后改革也将逐步落地，有望通过激发 TFP 带来中国经济新周期的启动。雄安新区的设立有望成为中国第四轮经济周期的标志性事件。
- 近期受益领域将主要和疏解北京非首都功能相关。作为京津冀协同发展的重要战略举措，雄安新区的首要职能是集中疏解北京非首都功能。北京此前的定位是经济、金融、文化、科技、国际交流、政治中心，除了政治和国际交流之外，其他都可归为非首都功能，理论上都没有必要继续留在北京，成为雄安新区的潜在发展领域。另外为了按照高起点高标准建设“绿色生态宜居新城区、创新驱动发展引领区、协调发展示范区、开放发展先行区”要求也可以设想雄安新区的主导产业也将选择更多的现代产业作为新区的主导产业。建议重点关注两类产业：1、新区建设配套和维护的相关产业：房地产开发、基础设施建设、交通运输、园林环保、现代物流、社会服务业；2、新区的主导产业：文教科卫以及高新技术行业。

(联系人：李慧勇/王健)

创业板市价明确“上锁”，定增或与现金分红挂钩—— 关于 20170331 证监会对再融资新政通报会及证监会新闻 发布会表态研究对非公开发行股票设置现金分红条件的 点评

- 事件：2017 年 3 月 31 日，证监会发行部领导与多家保荐机构就 2 月 17 日证监会发布的再融资新规政策举行通报会，进一步明确再融资新规的相关事宜。同日，证监会发言人在例行的新闻发布会问答环节表示对公开发行证券设置现金分红条件的基础上，研究对非公开发行股票设置现金分红条件，强化监管约束。
- 明确再融资新规的相关事宜，全新诠释股权再融资方式的平衡。此次通报会是对近期出台政策的补充，同时，也是保荐机构在实务操作层面上的官方释疑。2 月 17 日证监会发布的再融资新规从发行定价、发行规模、发行间隔期、财务性投资四个方面对再融资进行规范，此次通报会上，证监会不仅进一步明确此次政策的影响涉及范围，还对此前存在的创业板市价发行锁定期“争议”

予以正式回应，同时对在会审核再融资项目提出建议、并提出加强对上市公司筹集资金现场检查的要求。政策导向上，对平衡股权再融资方式有了新的诠释，不仅对定增之外的其他方式设置绿色通道，且未来还将考虑定向增发与现金分红条件挂钩。

- 可转债和优先股可享绿色通道，但审核标准不降低。通报会提到可转债和优先股单独排队，享受绿色通道，但强调审核标准不降低，明确鼓励在审项目和拟申报项目发行可转债。自2月17日发布的《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》中明确指出对于发行可转债、优先股和创业板小额快速融资的，不受18个月融资间隔限制以来，可转债新增预案27个，拟募资总额超过915亿元，仅3月份新增预案22个，拟募资额超过826亿元（民生银行500亿元），分别相比于新规之前的1月份激增1.44倍和2.65倍。但值得注意的是，本次通报会也明确指出可转债和优先股的审核标准不会降低，尽管可转债融资性价比高，攻守兼备，但较大的障碍是发行门槛偏高，截止3月7日，全部A股的3127家上市公司中，满足可转债发行财务条件的占比为21.07%。而优先股尽管投资风险较小，但其只分配固定股息、较难实现较大资本增值，因而交易并不活跃。预计如果后续发行条件等相关机制有所调整，可转债和优先股或有更多机会。
- 正式明确创业板锁定期与主板（含中小板）一致，取消无锁定项目。新规后既然所有的非并购重组项目均需以发行期首日作为基准，定价均更加市场化的情况下，锁定期趋于一致也似乎更加合理。且2016年10月北信源“创业板无锁设定增+高送转”模式曾被媒体质疑其存在内幕交易、股价操纵等行为，也引起监管层的注意，11月深交所发布公告，要求修订高送转方案披露格式。取消无锁定项目后，曾经的通过一级半和二级的联动的创业板无锁定的投资机会就不复存在。且在审项目超过股东大会决议有效期12个月需重新定价的，实行老人老办法，新人新办法，可按原规定重新锁价。
- 明确集多类型股权于一身的上市公司的股本计算基准。2月17日的新规要求非公开发行股份数量不得超过发行前总股本的20%，此处的总股本指的是A股、B股、H股合并计算。因此，对于同时在B股或者H股上市的A股上市公司，20%股本对其定增募资规模的影响相对更小一些，截至3月中旬全部A股中分别有82家、94家同时在B股和H股上市，B股和H股上市股数占A股的比例均值分别为35%和64%。
- 明确18个月融资间隔的排除情况：重组配套融资和定增互为先后时、前次发行为H股时。原则上18个月内多次“融资收购+配融”仍可行，但配融发行股数规模仍受20%股本限制、且只能首日做基准日竞价发行，但是配套融资额规模和定价模式的变化仍加剧了并购项目的不确定性。
- 对财务性投资的金额、期限、周期做进一步细化，加强对上市公司募集资金现场检查。新规为进一步限制不缺钱上市公司的再融资，规定公司申请再融资“除金融类企业外，原则上最近一期末不得存在持有金额较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。”其中“金额较大”的衡量标准主要相对于募集资金，主要还是结合具体情况，审慎关注；“期限较长”：指1年以上，或者虽然不超过1年，但是一直滚存使用的；“最近一期末”：指本次发行董事会决议前6个月，到本次发行完成。此外，不仅对“不缺钱”上市公司的再融资从前端

进行限制，此次通报会还强调对上市公司募集资金现场检查的后续监管的加强：证监会要求各派出机构日常巡检中增加对募集资金使用的专项检查，未来将进一步加大对募集资金的现场检查力度。保荐机构持续督导中要将募集资金使用作为督导重点。

- 建议不符合新规的在会审核再融资项目，尽快撤回，鼓励调整再融资品种类型后再行申报。尽管为实现规则平稳过渡，2月17日的新规规定在适用时效上，自《实施细则》和《监管问答》自发布或修订之日起实施，新受理的再融资申请即予执行，已经受理的不受影响，但为提高再融资审核和发行效率，本次通报会指出有些在会时间已达2、3年的长期在会项目，实质已不符合发行条件的，建议沟通后尽快撤回，对发行方案、品种类型上不符合再融资新规要求的在审项目，建议撤回，鼓励调整再融资品种类型后再行申报。实际上自新规发布以来的2月17日-3月24日后累计有67个项目对预案进行修订，其中下调募资规模、更改定价基准日、下调发行股数的数量占比达89.36%；累计有45个项目终止实施，其中因不满足18个月融资间隔是非并购类项目主动撤回主因，数量占比达40%。
- 上市公司定增门槛或与现金分红条件挂钩。3月31日，证监会发言人在例行的新闻发布会问答环节表示对公开发行证券设置现金分红条件的基础上，研究对非公开发行股票设置现金分红条件，强化监管约束。最近一周发行部发出的再融资反馈意见中针对5家上市公司的反馈意见中提到了现金分红的情况——“请保荐机构对申请人《公司章程》与现金分红相关的条款、最近三年现金分红政策实际执行情况是否符合证监会《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》、《上市公司监管指引第3号-上市公司现金分红》的规定发表核查意见；说明申请人最近三年的现金分红是否符合公司章程的规定”。可转债、配股、公开发行关于现金分红的要求是：最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的20%，我们认为如果定增门槛或与现金分红条件挂钩，不排除向现行的其他再融资的现金分红要求看齐的可能性，而截止3月中旬，全部A股中满足这一条件的占比仅约30%。

(联系人：林瑾/彭文玉)

韩国世宗、巴西利亚、法国巴黎为雄安提供哪些经验？

——国际经验与配置小组系列研究之三十三

- 结论或者投资建议：
- 从国际范围来看，首都功能与非首都功能疏解是很多国家经历过或正在进行的事情。一国首都发展到一定程度，很容易因为政治、经济、文化、外交等多种功能叠加交错使城市不堪重负。
- 我们查阅了1790年华盛顿区划方案，东京、巴黎的新城运动，日本大阪的副首都建设，以及新德里、伊斯兰堡与巴西利亚的迁都决定，不同国家选择了不同路径来解决首都问题。我们选取了三个典型案例，分别是韩国世宗（功

能性迁移)、巴西利亚(全面性迁都)和法国巴黎(卫星城与新城计划),总结规律和经验,以此对雄安新区未来的发展路径做一个指引。

- 韩国 2007 年建造世宗市,位于首尔以南大约 120 公里处,2012 年将包括国务总理办公室在内的 16 个政府部门迁移至世宗市,仅青瓦台总统府等 10 个关键部门,国会、大法院留在首都首尔。世宗分三个阶段进行建设。第一阶段为短期城市雏形阶段(2011-2015 年),集中投资于中央和地方行政、政府资助研究功能,建立基础设施;第二阶段为中期城市成长阶段(2016-2020 年),投资于大学和研究、医疗福利、高新产业等自足的城市功能,并完备基础设施;第三阶段为长期城市成熟阶段(2012-2030 年),进一步完善基础设施的建设。
- 巴西 1956 年决定迁都巴西利亚,并将其定位为国家政治和行政管理的中心。通过 24 小时不间断的建设,巴西用三年多时间建成巴西利亚,仅用 4 年就启动迁都,并在 10 年内完成了整个政府的搬迁。但由于城市规划理论演替,现如今贫富分化、环境污染等里约热内卢的老首都问题一一重现。
- 法国 1964 年决定在巴黎周围设立 5 个新城。马恩拉瓦莱新城是发展最好的新城,它的 4 个分区建于不同时期。第一分区是新城城市中心,成为三产就业中心;第二分区增加了产业园区、研发中心,新建住宅增速在 4 区中最高;第三分区的建设以引进知识经济生产企业为主,以适应后工业化时代;第四分区则以迪士尼公园建设为契机,力图建成集旅游、娱乐、商务、居住为一体的城市片区。
- 借鉴以上国际经验,结合雄安新区的 4 大定位与 7 大重点任务,我们预计雄安新区大概率可借鉴韩国世宗+法国巴黎经验,建设将分为三个阶段。建议重点关注两类产业:1、新区建设配套和维护的相关产业:基础设施建设、交通运输、房地产开发、园林环保、现代物流、社会服务业;2、新区的主导产业:文教科卫以及高新技术行业。(1)起步阶段(未来 5-10 年):引入北京部分政府机构、科研院所、国企,以现代化城市规划理念统筹快速建设雄安新区。(2)中期阶段(未来 10-20 年):吸引一批高端高新企业进驻,教育、医疗等资源也将逐渐从北京大规模向新区转移。(3)远期阶段(20 年以后):新区摆脱北京输血,与北京、天津共同形成京津冀分工明确的三极,此时新区定位为新一线城市,达成远期控制区面积约 2000 平方公里的目标。

(联系人:李一民)

首都副中心 创新发展新标杆——河北雄安新区设立点评

- 结论或者投资建议:
- 中共中央、国务院印发通知,决定设立河北雄安新区,规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域。起步区面积约 100 平方公里,中期发展区面积约 200 平方公里,远期控制区面积约 2000 平方公里。新华社通稿中将规划建设雄安新区定义为“以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择,是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区,是千年大计、国家大事”。规格之高,极为罕见。

- 规格之高主要原因在于重要的历史使命。为什么雄安新区规格如此之高，很可能和雄安新区承担的历史使命有关。按照通知要求，雄安新区的定位体现在以下四个方面：1、集中疏解北京非首都功能；2、探索人口经济密集地区优化开发新模式；3、调整优化京津冀城市布局 and 空间结构；4、培育创新驱动发展新引擎。假如说 1 和 3 还是京津冀协同发展的探索的话，2 是解决大城市病和新型城镇化的探索，4 是中国经济转型的探索。与通州北京行政副中心的定位相比，雄安新区的规划建设承担的历史使命更多。假如说是通州建设还是立足于北京发展北京，是一种常规思路的话，雄安新区的建设则是跳出北京来发展北京，是一种发展思路的创新。规划建设北京行政副中心和河北雄安新区是京津冀协同发展的两大战略举措，但从历史的重要性来看河北雄安新区建设的重要性要大得多，堪称京津冀协同发展战略的点睛之笔。
- 雄安新区比肩深圳特区和浦东新区，发展空间广阔。1980 年 8 月深圳特区得到批准；1990 年 4 月中央同意上海加大浦东开发。目前深圳特区面积 1991 平方公里，常住人口 1138 万人，经济发展辐射珠三角；浦东新区区域面积 1210 平方公里，常住人口 550 万人，经济发展辐射长三角。雄安新区远期控制区面积约 2000 平方公里，有望极大地带动京津冀地区的发展，发展空间广阔。
- 有望成为新时期创新发展的标志。改革开放以来，中国一共经历了三轮完整的经济周期，目前正处在第四轮周期。按照“谷-谷”法划分，分别为 1981-1990 年，1991-1999 年，2000-2009 年以及 2010 年以来。非常有意思的是，深圳特区、浦东新区的设立分别是 1981-1990 年和 1991-1999 年两轮经济周期的起点和标志性事件。我们预计十九大之后改革也将逐步落地，有望通过激发 TFP 带来中国经济新周期的启动。雄安新区的设立有望成为中国第四轮经济周期的标志性事件。
- 近期受益领域将主要和疏解北京非首都功能相关。作为京津冀协同发展的重要战略举措，雄安新区的首要职能是集中疏解北京非首都功能。北京此前的定位是经济、金融、文化、科技、国际交流、政治中心，除了政治和国际交流之外，其他都可归为非首都功能，理论上都没有必要继续留在北京，成为雄安新区的潜在发展领域。另外为了按照高起点高标准建设“绿色生态宜居新城区、创新驱动发展引领区、协调发展示范区、开放发展先行区”要求也可以设想雄安新区的主导产业也将选择更多的现代产业作为新区的主导产业。建议重点关注两类产业：1、新区建设配套和维护的相关产业：房地产开发、基础设施建设、交通运输、园林环保、现代物流、社会服务业；2、新区的主导产业：文教科卫以及高新技术行业。

(联系人：李慧勇/王健)

仓位升至60%，一带一路和新能源汽车关注度提升较快——A股投资情况调查系列（2017/04/04）

- 申万宏源研究所策略研究部向投资者发放了 A 股投资情况调查问卷。本次调查共回收有效问卷 478 份，本短评对调查结果进行分析。
- 区间震荡仍为主流预期，投资者对上证点位中枢判断由上期的[3000,3300]上升至[3100,3400]，但投资者对创业板仍持续悲观。本次调研结果显示，认为上证综指和创业板指区间震荡的投资者占比分别达到 54%和 40%，较上期分别上升 3%和下降 4%，认为创业板将继续趋势向下的投资者占比为 39%，较上期提升 5%；点位判断方面，认为上证综指高点在 3400 点级以上的投资者达到 57%，较上期上升 16%，认为上证综指低点在 3100 点的投资者占比达 41%，而上期 44%的投资者认为低点在 3000 点。
- 未来一个月，大部分投资者认为上行驱动力主要为 PPP 建设及一带一路、经济基本面的持续转好和国企改革；下行风险主要是经济增速下行、美联储 6 月加息以及金融去杠杆的持续推进。向上驱动力方面，PPP 建设及一带一路、经济基本面好转和国企改革关注度分别为 44%、43%和 29%，较上期分别提升 25%，21%和下降 1%，其中 A 股纳入 MSCI 和地产资金入市关注度均达到 26%；下行风险因素，经济增速下行和美联储加息关注度分别为 32%和 23%，较上期提升 23%和 5%，其中金融去杠杆关注度达到 22.5%，中美贸易摩擦升级关注度较上期下行 8%，关注度仅 21%，全球政治风险事件发酵关注度达到 21%，较上期提升 5%。
- 投资者加权平均仓位较上期上升 3%至 60%，处于 2016 年 11 月以来相对高位。2 月以来消费板块赚钱效应叠加季末流动性紧张，市场上行后高位震荡，投资者加权平均仓位由上期 57%上行至 60%。具体仓位方面“100%”的仓位上升 2.87 个百分点至 9.56%， “90%-100%”的仓位下降 4.27 个百分点至 13.51%， “70%-90%”、“50%-70%”的仓位分别上升 3.79 和 3.86 个百分点至 19.96%，21.41%。“0%-15%”和“15%-30%”的仓位有所下降，降至 7.90%。
- 市场风格方面，大部分投资者偏好消费和新兴成长板块，但关注风格均衡投资者占比也相对较高。33%的投资者关注消费板块，29%的投资者关注新兴成长板块，同时有 25%的投资者认为风格将趋于均衡，仅 14%的投资者关注强周期板块，较上期关注度下降 12%。
- 权益类资产和现金类资产热度依旧最高，固定收益类资产偏好持续上升，较上期提升 2%左右。在未来一个季度内看好权益类资产的投资者占比较上期下降 6 个百分点至 30%；现金资产关注度下降 1%，但仍以 16%的占比排列第二，固定收益类资产关注度持续上升，较上期提升 2%至 14%位列第三。
- 投资机会：
- “PPP 和一带一路”、“新能源汽车”和“医疗服务”的关注度居前。上期备受关注的“军工”和“国企改革”关注度分别下滑 13%和 15%至 22%和 24%。“环保、建筑等 PPP 领域、一带一路”和“新能源汽车”关注度较上

期均上升 11% 分别至 43% 和 32%，成为最看好的投资机会，“医疗服务”关注度较上期上升 5% 至 30%，周期品关注度下降 17%。

- 风险提示：本短评的结论基于调查问卷的样本情况，可能会与整个市场的看法存在一定偏差，请投资者注意风险。

(联系人：王胜/傅静涛/沈盼/沈盼)

废钞、财政预算、央行会议后，上院选举胜利助力莫迪 改革深化 — 全球资产配置系列报告之十五暨印度专题 系列之二

- 废钞改革评估—市场预期先悲观后乐观，但预期过满为常态。印度于 2016 年 11 月 8 日进行了对流通中 500 和 1000 卢比的多原因废除。废钞初造成了较强的经济增长下调预期和悲观情绪弥漫，但情绪随后期经济指标披露好转；1) 废钞具体细节造成预期差：旧钞在特定工农经济活动中仍可使用且流通，政府为了维护经济稳定将这些部门的大额纸币受理期延期至 12 月。2) 工业企业普遍对现金交易依赖程度较低。此外很多已提前进行了订单锁定预付受废钞影响较小。3) 废钞后虽然新钞初期跟进缓慢但后续补入较及时。美国加息后利率重新下行叠加后期美元指数走弱新兴市场重回 Risk-On 模式，印度债市先期走牛，继而股指大幅反弹，前期下跌最多的消费板块领涨。短期悲观后，新钞推行使市场产生了较强中期经济增长乐观预期—数字化可追踪性更强的新钞可加强政府财政和货币乘数效应对从而提升经济潜在增长率。但我们认为即使这两个效应反映较充分，后期企业资本开支在废钞带来不确定性后仍持续走弱对于后期印度经济增长或形成抑制。在没看到印度银行坏账率信贷投放改善之前，我们仍更加看好印度消费板块的投资机会，而对印度的资源品和工业板块保持谨慎态度。
- 财政整顿仍为大方向，微调助力政治周期延续和经济结构性增长。2 月 1 日印度公布了新的 18 财年预算，表现出较强纪律性，18 财年赤字率目标定为 3.2%，19 财年缩至 3%，打消了此前市场担忧政府会因废钞扩大支出摒弃之前 19 财年实现 3% 赤字率的财政整顿目标。此外财案还表现出两大意图：1) 通过废钞/GST 税改使经济更加法规化后，进行低收入人群中中小企业税负减免刺激经济增长，同时利用税基扩大保证财政收入稳健增长；2) 政府通过定向支出增加做进一步深化结构性改革经济结构调整，扩大基建农村建设及教育支出。18 财年印度银行坏账重组支出从 2500 亿降至 1000 亿卢比，政府或会用更多行政手段解决目前仍困扰印度的坏账问题。此外，印度军费也有较大幅度的增加。
- 印央行改变货币政策立场，放水周期告一段落。2 月 8 日印度央行公布了最新利率决议，和市场预期废钞后会有 25 个基点降息所不同，六位委员皆做出了维持回购利率、逆回购利率和边际贷款工具利率不变的决议，并将中期通胀目标从 5% 改设为中期 4% 的通胀目标。出市场意料，RBI 将货币政策立场从

宽松转为中性,从2015年1月开始的放水周期自此终结。几大原因:1)2016年下半年因油价下行导致的CPI指数平坦化将从今年1月开始消失,后期任何陡峭化都会导致CPI同比在现有基础上加速上升;2)废钞后强劲的需求回暖,流动性改善后银行贷款利率下降,以及政府财政预算支出中对农村经济和保障性住房的支持,GVA增速回升导致产出缺口缩窄或会对后期通胀形成压力;3)持续上升的农村劳动力价格指数以及后期财政预算中农村地区资本支出提升对农业部门工资预期有进一步正向效应;4)去年开始施行的对农产品设定更高最低价格水平或导致的未来同比正向增长效应;5)第七届薪酬委员会执行后对房价等消费品价格的正向促进效应;5)GST于2017年实行后通胀面临的不确定性;6)粘性较强的服务价格水平,尤其是教育和医疗部门两大细分板块;7)全球宏观因素,包括油价中枢上移,以及美联储加息导致的利差缩窄。后期坏账处置深化导致印度公有银行货币政策机制传导进一步改善有望取代基准利率下调对印度经济增长予以支持。而后期印度对中期通胀率降低至4%水平将更多采用央行货币中性政策结合政府特定政策,后者包含对于基建农村以及劳动力改革的结构性深化改革以减少供给侧制约。

- 上院选举胜利助力莫迪政治延续,后期期待改革深化。3月11日,印度五个邦省选举结果揭晓。在最重要的北方邦403席中,莫迪引领的人民党及其盟友党派获得325席,取得压倒性胜利。此胜利表明印度民众对于莫迪两年改革式执政的肯定和社会从“身份政治”向“发展政治”的转变。上院天平进一步向人民党进行倾斜,为印度经济体制改革后续将进入快车道营造了良好的政治环境,对于印度股市形成利好。关注印度后续改革推进。

(联系人:王洋阳/金倩婧/王胜)

策略如何看交运——再论“驱动力信号验证”策略体系

报告之七

- 交运行业是全球经济流通的血液,通过海(航运+港口)、陆(铁路+公路)、空(航空+机场)三部分将经济数据动态化,以水运、陆运、空运为线索呈现出全球经济流通的巨幅立体画面,用策略思维理清交运脉络后,总结出“进攻看航空,防御看机场,成长看快递”。
- 虽然交运行业体系庞杂,分支众多,但是策略研究员在看交运的时候主要抓住量、价、供、需四点来把握交运行业的整体脉络。按照周期成长性,将交运七个子行业分为周期(航运、铁路、航空),周期(港口、公路、机场),成长(快递)三大类。二组周期穿插结合来反映出口、库存、消费以及区域经济。三大类行业中有大量经济同步指标,经过几轮筛选,主要跟踪指标包括:港口集装箱吞吐量,铁路、民航、水运的货运量,机场吞吐量,公路日均客运量等。
- 关注港口集装箱吞吐量数据来反映当月的出口情况;当下航运价格指数BDI因为航运板块过去严重的供过于求和工业生产指数相关性逐年降低,并且在2008年金融危机后出现明显背离;另一个角度我们发现用铁路、民航、水运

的货运量能够更好的反应工业增加值的变化；从可选消费的层面看，民航旅客周转同比的波动率逐年下降，周期属性也开始下降，消费属性上升；通过中、东、西部公路日均客运量的跟踪来跟踪中、东、西部工业增加值；港口煤炭、铁矿石的库存作为上游行业供给的印证指标，可以观察到明显的铁矿石港口提前反应于直接库存，直接库存提前反应于钢价。

- 我们挑选从 2002 年至今六次交运板块跑赢大盘进行分析，主要分为三个原因：第一，基本面趋势投资，2002-2004 五朵金花行情价值投资主导，良好的业绩驱动，稳定的盈利，较低的估值水平使得交运成为当年的备受青睐的板块之一；第二主题投资和事件驱动是刺激交运板块上涨的最重要原因，从国企改革，区域经济，汇率、油价下跌都会影响交运板块的行情，2010 年 2 月至年底，2013 年 6 月至 2013 年 12 月，2014 年 8 月至年底出现的交运板块上涨都源于主题刺激。最后一个原因是大盘下跌时的防御属性，代表为 2008 年和 2015 年 7 月两次的大盘下跌以及 2016 年初的一把熔断，以重资产为主的交运板块均表现出良好的抗跌属性，从而成为指数下跌时配置的选择之一。
- 策略看交运关注三个方面，一、量、价、供、需把握基本面；二、通过跟踪海、陆、空三方面的数据来把握全球经济流动性，对消费，出口，库存，区域经济数据的验证来捕捉经济发展的潜在拐点；三、风格的把握，交通运输行业近几年是一个对主题投资异常敏感的行业，在市场有催化的情况下需要研究员及时把握投资主题。市场预期起来时，交运板块中带有基本面属性和成长属性的航空和快递值得关注，当市场出现下跌时，配置交运板块有很好的防御价值，关注有较好行业格局和现金流的机场。

(联系人：程翔/王胜/陆达/罗江南)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。