

2016年06月21日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 靜觀其變 —— 2016年利率債中期投資策略

#### 16年上半年債市：趨勢到震盪

我國債市經歷了兩年大牛市，得益于貨幣寬鬆+理財搬家+匯率相對穩定。但16年上半年開始經歷調整，特別是4月份調整加速，短端快於長端，國開債調整幅度大於國債。

導致債市變化的重要原因是：1) 貨幣融資增速反彈近半年，寬信用導致大宗和房價上漲；2) 央行通過逆回購、MLF、PSL等工具投放流動性，全面寬鬆謹慎；3) 信用風險向流動性風險蔓延；4) 債券收益率低位，回購利率較穩定，使得加杠杆和交易盤盛行，也使債市調整時易踩踏，波動幅度加大。

#### 政策新階段：貨幣穩健

權威人士發言表明未來政策重心從穩增長刺激回歸供給側改革，這意味著貨幣政策也將“穩健中性”，預計下半年沒有全面降准降息，央行仍將通過流動性工具穩定資金面，例如逆回購、MLF、PSL等。

貨幣穩健的原因有：1) 去杠杆、去產能需要偏緊貨幣政策；2) 過剩流動性催生資產價格泡沫，抬高杠杆；3) 通脹壓力未消，豬價、油價、農產品價格是制約因素；4) 美聯儲加息只是延後，並未缺席，人民幣仍有貶值壓力。

#### 政策新階段：財政托底

2008年以來，我國全社會總負債率不斷上升，由於產能過剩、企業效率下降，融資能夠拉動的經濟增速有限，致使企業部門負債率不斷上升。未來去杠杆/去產能主要針對過剩產能行業的企業（包括國企），企業部門加杠杆空間有限，隨著去產能推進，對這些企業的融資也會收緊，製造業投資預計仍將低迷。

另一方面，地產銷量領先投資6-9個月，預計3季度地產投資增速仍有望保持，但4季度後可能趨降。5月末財政部答記者問提到，當前政府債務可控，仍有加杠杆空間。未來財政政策仍將發力，基建投資也可能維持15%-20%增速，以托底經濟，投資明顯向下拐點可能在4季度出現。

#### 金融 VS 實體：資金的選擇

上半年資金由金融市場轉向實物資產，推動大宗和房價上漲，制約股債。下半年，隨著貨幣穩健、信用收緊，實體融資需求減弱，但債市監管控杠杆、防風險，預計金融機構擴張速度趨緩，預計債券新增需求邊際減弱，債市買買買步伐放慢。

供給方面，3 季度供給依然較多，4 季度逐月下降。

下半年債市前瞻：區間震盪，靜觀其變

預計 3 季度債市維持區間震盪，防風險為主，區間波段交易為輔。3 季度長債利率向下受到貨幣利率制約，向上仍有資金配路，調整有頂，判斷 10 年國債波動區間 2.8%-3.2%，10 年國開波動區間 3.2%-3.6%。利率區間波動幅度看基本面預期差、流動性波動和信用風險變化，而 4 季度後能否有轉機尚待觀察。

下半年信用風險仍待釋放。當前工業企業業績不佳，下半年信用評級調整或增加，而 16 年 3-4 季度是中低評級債券到期高峰，貨幣政策偏緊或使企業再融資受阻，違約風險仍高。信用風險如果集中爆發，防範其蔓延至流動性風險。

下半年流動性也有衝擊：1) MPA 考核衝擊季末資金面，債市去杠杆也會有影響（例如 4 月基金大量被贖回）；2) 美國 4 季度仍有加息可能，人民幣匯率依然面臨貶值預期，外占流出引起流動性趨緊；3) 穩貨幣下，央行會對沖，流動性風險

發生時可能出現較好的買點，把握錯殺機會。

## 防守等待反擊——2016 年可轉債中期投資策略

### 轉債市場概況

轉債和 EB 市場規模偏低。截至 16 年 6 月中下旬，轉債市場規模 470 多億元，存量 CB/EB 共 21 支，但仍屬於歷史偏低水平。

公募基金仍是轉債主要投資者。16 年 1 季度基金轉債持倉占全市場規模的 48%，其中轉債基金持倉 45 億元，占轉債市場規模的 10%。

風險偏好波動，股市仍未穩定。對於股市而言，利率下行受制于貨幣寬鬆減弱，企業盈利底部徘徊，產能過剩企業等仍承壓，而風險偏好也未穩。總體而言，股市整體機會不大，對轉債的支撐也弱於 14-15 年。

價格分化，溢價率仍偏高。16 年 1 月轉債因“殺估值”而大幅調整，平均轉股溢價率從 60-70%高位回落至 40%，轉債價格逐漸打破剛性，從趨同走向分化。5 月末以來，轉股溢價率在 48%-50%左

右，與 15 年 10 月水準相當，估值依舊較高，但轉債價格分化，分佈在 95-145 元區間內，使得股性債性顯現。

轉債投資策略：防守等待反擊

根據轉股溢價率和純債溢價率的高低，將存量券分為：債性個券、股性個券和混合型個券。

股性個券聚焦正股，包括廣汽轉債、汽模轉債、順昌轉債、歌爾轉債。其中廣汽轉債關注新能源汽車主題；汽模和順昌促轉股動力足，但價格過高，博弈時淺嘗輒止；歌爾轉債已進入贖回期，相對制約向上空間。

混合型個券內部分化，等待機會逐步顯現。混合型個券包括 16 以嶺 EB、14 寶鋼 EB、格力轉債、國貿轉債、江南轉債、九州轉債、白雲轉債、輝豐轉債。雖然混合型個券的轉股溢價率和純債溢價率均在 20%-30% 左右，但未來配銘機會有所分化，建議關注混合偏債型個券下跌後的配銘機會。

債性個券：關注正收益率個券的配銘價值。債性個券包括 15 國資 EB、15 國盛 EB、15 天集 EB、15 清控 EB、三一轉債、藍標轉債、航信轉債、電氣轉債。債性轉債長期來看均有轉股動力，當到期收益率為正時，可逐步關注建倉機會；債性交換債中，關注到期收益率為正的個券機會。

條款博弈：當前並無大機會。

當前並沒有個券進入回售期，短期下修可能性不大。電氣轉債、航信轉債、格力轉債、清控 EB、國盛 EB、國貿轉債、三一轉債、藍標轉債和輝豐轉債滿足觸發下修的條件，但均未到回售期，缺乏“用下修防止回售”的動力。僅順昌轉債轉股價值突破 130 元的界限，但因未到回售期，也無觸發贖回機會。

新券：長期投資者可申購新券，但需關注供給衝擊

當前已獲批文或核准的轉債/交換債總額約 235 億元，待批復或已公佈預案的個券共計 520 多億元，其中 300 億光大銀行轉債、100 億寧波銀行轉債、80 億國泰君安轉債和 70 億中國中車 EB 金額較大，長期投資者可申購新券，但需關注短期的供給衝擊。

一級打新博弈性質較強，要視資金成本、正股彈性和新券流動性參與，而打新收益率也會因為市場環境變化和中籤率高低而分化。

風險提示：股市波動，經濟超預期下行，轉債供給大量抬升等。

## 大市導航

### 鋼鐵：寶鋼不鏽高爐停產拉開央企淘汰序幕

(1) 寶鋼不鏽 2500 立方高爐產能 250 萬噸停產，另一 750 高爐繼續生產，該廠碳鋼業務全停，但其不銹鋼業務預計年底停掉。上海只有寶鋼一家鋼企，12 年、13 年停掉了原上鋼三廠搬遷的羅涇專案 300 萬噸，15 年停掉了原上鋼五廠即寶鋼特鋼項目 120 萬噸，今年停掉原上鋼一廠即現在的寶鋼不鏽業務（含部分碳鋼）約 350 萬噸。

(2) 作為央企積極回應國家及地方政策，為央企淘汰落後產能拉開序幕，料其他鋼鐵央企也會跟進，地方鋼企也會有所進展。

風險提示：行業波動性仍存。

### 資訊服務：華為的力量，兼談梳理具備華為基因的電腦上市公司

這段時間兩篇華為的文章刷爆朋友圈，一篇是今年 4 月 16 日任正非拖著行李箱在虹橋機場等出租。大家主要議點是：華為創始人、72 歲、拖著行李箱、獨自等出租。另一篇是 5 月 30 日全國科技創新大會上，任正非發言的《為何華為現在感到迷茫》。

(1) 對華為歷史的回顧，可以抓住四個關鍵節點來分析。四個節點分別是 1988 年、1998 年、2003 年和 2013 年。1988 年，華為開始運營；1998 年，華為開始接受 IBM 等外部諮詢顧問的管理改造；2003 年，華為實現了國際市場的大規模突破；2013 年，開始從應用型技術研究向基礎研究推進。當然，這些時間節點只是華為行動的起始時間點，而華為對這些問題的思考則是個漸進的過程。

(2) 自始至終，貫穿整個華為的“專注”精神都不曾改變。當提到華為的精神文化時候很多人第一時間想到的就是“狼”性文化，這是早期華為給大家的印象，可能也是給大家印象最深的一個標籤。企業的整個生命週期和人一樣，青少年時充滿激情，為了夢想不顧一切，中年時，考慮問題更加成熟，老年時期大多想著如何平穩的度過一生。企業也一樣，不同的生命週期需要不同的文化佔據主導地位，來適應企業當前階段的發展現狀。但是自始至終，貫穿整個華為的“專注”精神都不曾改變。

(3) 用志不分，乃凝於神。2015 年，一封任正非簽發的總裁辦電子郵件流傳出來。其中任正非轉載了《日本工匠精神：一生專注做一事》的文章，在任正非看來工匠精神就是專注，用一生的時間鑽研，成功就是一生做好一件事。華為也是一樣，用足夠的專注來成就偉大的企業。

我們看好同樣具備專注精神的公司，在一個領域的龍頭企業，比如：四維圖新、恒生電子、網宿科技、中科曙光、綠盟科技、同花順等。

風險提示：後續應用拓展不達預期，政策風險。

### 汽車：物流電動化：受益電池目錄公佈，景氣持續推高

(1) 第四批電池目錄公示，中航鋰電等 32 家企業入選，占前四批 57 家過半，且有合資企業微宏動力。新能源車補貼 5 月起強制採用目錄內電池，此次擴容，為物流車進入補貼目錄掃清障礙，期待未來大規模井噴。

(2) 深圳領頭 2020 年全面物流電動化，且有全天候+全路段通行優惠，未來更多城市加入、剛性需求啟動，中國輕客、微客、輕卡、微卡年銷 300 萬輛，滲透空間巨大。

(3) 物流車路線確定、時間規律、且具天然充電網點基礎，挖掘油電價差經濟性強。受益目錄持續催化，看好板塊爆發式增長，關注納川股份、力帆股份、金馬股份、科泰電源、合康變頻。

風險提示：系統性風險，新車銷量不達預期。

### 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。