

2016年07月22日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

基本面利好，把握利率債機會——兼論我國國債利率能否再創新低

國債利率低位的條件：經濟通縮+貨幣寬鬆。

經濟下滑和通縮壓力是導致當時國債收益率跌破 3%、並達到歷史低位的重要原因：2002 年通縮+寬鬆，十年國債最低到 2.3%；2006 年物價回落+加息預期延後的超調，十年國債最低到 2.8%；2008 年次貸危機衝擊+降准降息，10 年國債最低到 2.7%。

未來基本面走弱，基建獨木難支。

地產或繼續走弱。從需求來看，16 年 2 季度地產銷量增速持續走弱。這意味著下半年新開工和地產投資增速均可能回落。

如果未來地產銷量增速離轉負，穩增長最大引擎再度熄火對經濟的衝擊不可忽視。

製造業去產能。6 月製造業 PMI 回落並創新低，在去產能和需求走弱的背景下，3 季度生產也面臨下行風險。這意味著下半年我國工業企業盈利仍難以大幅改善，盈利是擴大投資的基礎，下半年製造業投資增速或繼續下探。

基建獨木難支。3 月末財政部入庫 PPP 專案的落地率並不高、僅 21%。上半年基建高增速是托底經濟的重要支撐，但在專案制約下，3 季度經濟下行壓力仍大。

洪水影響有限，難改物價長期趨勢

洪水對物價的影響主要在豬、菜和糧食。豬價方面，洪災會造成生豬供給減少，但由於豬價當前已在歷史較高位、且去年高基數、夏季是豬肉淡季，後續漲幅或有限。糧價方面，重災區主產水稻、占比接近 50%，對夏糧和稻穀供給會有影響，但國家放儲一定程度可以對沖。蔬菜方面，重災區蔬菜播種面積占全國的 28%，洪災導致蔬菜減產和運輸成本提升，不過夏菜生長週期較短，後續供給可能改善。

短期通脹穩定，長期通縮風險

6 月末至今，黑色系等大宗價格再度反彈，但近期又出現暴跌跡象，沒有需求支撐的上漲難以持續，一旦工業品超過成本價，大量複產將再度壓低價格。同理油價也較難大幅上行，加之洪水衝擊有限和去年高基數，預計 16 年 3 季度通脹穩定。

從全球角度來看，美日歐都陷入了增長陷阱，在人口老齡化到來、地產週期結束後，並沒有找到持續推動增長的經濟引擎，創新也沒有找到突破口，對應經濟增速持續下降，寬鬆幅度越來越大，零利率甚至負利率，但通縮局面卻並未改善。而我國也面臨這樣的長期通縮風險。

把握利率債機會，零利率是長期趨勢！

貨幣利率穩定。當前債券期限利差已處低位，但 7 天逆回購招標利率依舊不變，短端貨幣利率難下，一定程度上限制長端利率，後續看短端利率能否再度開啟下行。

貨幣寬鬆仍有想像空間。如果 3 季度人民幣貶值預期漸緩，海外央行又有寬鬆動作的話，不排除國內貨幣政策的鬆動；長期來看，經濟潛在增速下行，通縮壓力加大，央行貨幣寬鬆不會缺席，未來貨幣政策的想像空間也將帶來債市的機會。

國債仍有上漲空間，新低可期待。短期看 10 年國債區間 2.6%-3%，10 年國開區間 3%-3.4%，未來半年年到 1 年內，利率有創新低的可能。

零利率是長期趨勢。我們曾在 14 年率先提出“零利率是長期趨勢”，參照美日歐經驗，隨著我國人口紅利消失，潛在經濟增速將長期趨降，央行將寬鬆加碼，疊加總需求低迷、資金脫實向虛，利率將持續下行，16 年雖然由於供給收縮和穩增長政策，導致短期通脹局面，但長期經濟下行、通縮壓力不減，我國債市仍有表現機會。

上海國改：地方國改領頭羊，推進新一輪高潮

1. 國企改革從 6 月下旬以來，政策不斷推進，7 月 4 日全國國有企業改革座談會召開，習李做出重要指示，7 月 14 日，國企改革試點全面鋪開。過去一個月，國資改革指數累計上漲 10.8%，超出上證綜指 5.6%。相關報告《國改主題是看漲期權：資產注入+殼價值-20160623》。
2. 上海一直來是地方國企改革領頭羊。7 月 18 日，上海市國資兩委召開三季度工作會議，會議提出努力掀起新一輪國資國企改革新高潮。近期，上海國資國企改革動作不斷，上海兩大國資流動平臺上海國盛集團和國際集團頻頻受讓上市公司股權。根據年初市政府工作報告，今年上海市國企改革重點在於兼併重組、資產注入及混改。相關報告《“大上海”專題系列 1-5》。
3. 策略與行業梳理上海國改重點公司，如上港集團、上海臨港、申能股份、上工申貝、隧道股份、上汽集團、強生控股、蘭生股份、申達股份等。

風險提示：國企改革進程存不確定性。

大市導航

通信設備：光通信行業將迎階段性發展高潮

- 1) 中國移動發力寬頻，16年前5個月新增用戶近800萬，帶動寬頻網路投資熱度；
- 2) 2016年光纖光纜行業量升價平將是大概率事件；
- 3) 4G流量猛增，但背後更大的流量是由WIFI而來、光纖網路承載；
- 4) NB-IoT物聯網快速發展，以中國電信為代表的三大運營商明確2017年NB-IOT實現全網覆蓋，物聯網再造光通信行業新格局。

重點推薦光模組行業的光迅科技、關注新易盛等公司，以及光纖光纜行業的亨通光電、中天科技、永鼎股份等公司，關注烽火通信、中興通訊等設備商行業公司。

風險提示：相關板塊估值波動，國家政策及運營商投資落實低於預期。

通信設備：軍改深化，佈局軍工通信

新華社7月21日消息，中共中央、國務院、中央軍委印發了《關於經濟建設和國防建設融合發展的意見》，著眼國家安全和發展戰略全域，明確了新形勢下軍民融合發展的總體思路、重點任務、政策措施，是統籌推進經濟建設和國防建設的綱領性檔。

南海、東海局勢波瀾不斷，結合三季度軍改落地、國防資訊化建議短期調整震盪中、積極佈局，重點方向看好海防資訊化（推薦海蘭信）、具有軍品資產整合潛力的南京熊貓。

風險提示：系統性估值波動風險。

小商品城（600415）：中報超預期，期待金融服務和境外倉落地

公司公告預計2016上半年歸屬淨利同比增150%~180%，超出市場預期；主因房地產項目集中交付，以及一區東擴市場投入運營，全年業績有望翻倍增長。

年初以來，公司圍繞“資料+金融+貿易”三大戰略，持續深度切入供應鏈和貿易鏈：大資料方面，已落實與義烏市徵信中心合作；金融方面，與紫荊資本等合作佈局互聯網金融，與稠州銀行等合作設立金融租賃公司；貿易方面，與波蘭GD商城簽訂合作建立跨境市場，各方面穩步推進。期待三季度金融服務與境外倉加速落地。

公司股價前期調整充分，市值穩定在 360 億左右，過去兩年公司業績和義烏購 GMV 均爆發增長，印證我們的推薦邏輯，當前公司轉型戰略等正向更深化和系統的方向推進，看好公司未來，買入評級！

風險提示：租金市場化進程的不確定性，外延擴張低於預期的風險，海外合作及拓展的不確定性。

上港集團（600018）：一帶一路和國企改革雙標的。

一帶一路和國企改革雙標的。上海港背靠中國出口加工和消費能力最強的長三角，其物流成本較其它港口更有優勢；作為全球最大的集裝箱港口，上海港在日常業務中會對接船舶、貨代、報關、倉儲等各類公司；此外，遠東第一大港肩負著頂層設計之決心，2015 年入住以色列海法港僅是第一步。目前公司又率先實現全員持股，改革先試先行，為進入戰略投資者打開空間。

風險提示：國企改革進度低於預期。

強生控股（600662）：國企改革箭在弦上，分享改革紅利

國企改革箭在弦上。計程車行業營收溫和增長，淨利潤率則在低位波動，並大體呈下滑趨勢，公共交通業較為嚴格的價格管制限制了公司的盈利空間。然後久事集團作為上海市國資委下屬關鍵的國有投資經營控股公司之一，實施重大改革的概率非常高，並且預計在改革速度、力度上較為突出。而強生控股作為集團旗下唯一上市平臺，也將大概率受益於國企改革。

鑒於上海國資改革進程加快，我們建議佈局強生控股，分享改革紅利。

風險提示：國企改革進度不及預期。

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何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

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

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

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