

宏觀

懸崖萬丈還是峰迴路轉？——德意志銀行的十字路口

德意志銀行的風險從今年初開始醞釀，到9月股價更一度創下新低，除了經營不佳、衍生品風險外，美國司法部的巨額罰款也令其處境雪上加霜，德銀這一系列的風險是如何積累而成，最終又將產生什麼影響？

業績大降，風險暴露。16年以來德意志銀行陷入重重麻煩，經營風險被市場強烈關注。一方面，16年初德意志銀行報出15年巨虧68億歐元，1月當月德銀股價便跌去26%，而今年以來更是縮水40%。15年激增的虧損主要來自52億歐元法律訴訟和58億歐元商譽及無形資產減值，並且16年上半年盈利仍未見改善。另一方面，德意志銀行龐大的衍生品業務也成為市場的擔憂。德銀的衍生資產和負債分別占總資產和總負債比重的34.1%和34.5%，遠超其他國際大行低於5%的水準，其中利率和外匯衍生品比重分別占78%和15%，容易受到利率和匯率市場的波動影響，也為德銀埋下了巨大隱患。

秋後算帳，雪上加霜。屋漏偏逢連夜雨，美國司法部9月針對德銀金融危機前的RMBS業務，開出140億美元罰單，天價罰單衝擊下，德銀股價創下新低。事實上，前兩年美國司法部對摩根大通、美國銀行等都曾開出類似巨額罰單，但相比較而言，德銀的規模與抗風險程度顯然不及前兩者。截至16年3季度，德意志銀行普通股資本充足率為11.1%、一級資本充足率12.3%，雖然對比監管的要求仍不算低，但巨額罰單的衝擊不可謂不大，於是應急可轉債的收益率也一再沖高，市場的擔憂加劇。

角色特殊，影響重大。德國的金融體系以銀行為主導，而德國在歐元區又處於強勢地位。首先，德意志銀行規模在德國的銀行中居首位，其資產規模是排名第二的德國商業銀行的三倍。其次，德國的經濟規模在歐元區中也是首位，GDP占比達31%，所以德銀的問題必然牽動著德國乃至歐洲的神經。此外，德銀的風險也不僅僅是德國內部的，IMF的測算甚至認為德銀對國際風險的傳導強於對德國內部，並且是系統性重要銀行中，最重要的系統性風險貢獻者。

困境中艱難自救。面對經營的困境，德意志銀行15年便已展開意在提高效率、降低風險的自救，但巨額的法律訴訟支出依然形成拖累。雖然最新的16年3季度報盈利趨穩並超預期，但短暫的企穩或許並不夠。截至16年3季度德銀計提的訴訟儲備金達59億歐元，普通股一級資本429億歐元，總資本598億歐元，與140億美元（約合128億歐元）的巨額罰單相比，風險依然存在。市場擔心這場麻煩最終惡化，成為歐洲今年的又一個風險事件衝擊全球。

外部的援手是否會伸出。從短期看，德銀在這次風險排解中，自己將是主角。一方面德銀需要積極爭取談判妥協、減少美國司法部最終罰款額度，並且採取一系列應急的資本籌集措施；另一方面降低銀行潛在風險、降低成本、穩固盈利，也是其未來一段時間不得不選擇的道路。而從長期看，雖然德國政府拒絕了直接施救，但考慮到德意志銀行的特殊角色，相信德國並不願意看到其倒在危機之中。因而為了挽救陷入危機的銀行業，

尤其是主導歐央行的德國央行為了拯救德意志銀行，歐洲存在逐步退出 QE 的動力，年底歐央行對貨幣政策的評估與未來貨幣政策的規劃，將更值得關注。

商品瘋多久？物價怎麼走？——通脹研究系列專題四

近期原油、鋼鐵、煤炭等商品價格大幅回升，9 月 PPI 結束近五年下跌，首次轉正，引發市場對通脹的擔憂。本輪商品瘋狂的邏輯是什麼？價格還能飆升多久？PPI 回升能否持續？未來物價如何走？

商品大幅反彈，PPI 首度轉正。9 月我國 PPI 同比回升至 0.1%，結束了長達 54 個月的下跌態勢。從結構上看，PPI 的回升幾乎全部來自生產資料價格的上漲，其中 3 月至今採掘工業價格上漲 15.5%，原材料工業上漲 4.6%，加工工業上漲 1.9%。而油、煤、鋼等價格反彈，是生產資料價格回升的主因，所以我們這裡重點分析三者近期和未來價格走勢，據此判斷未來物價走勢。

油價：限產執行艱難，價格反彈有頂。第一，限產協議的效果不宜過分解讀。一方面主要產油國經濟、財政都遭受重創，各國既希望油價回升，又希望增產創收，利益衝突較大，未來限額如何分配、能否有效落實和監管尚存疑問。另一方面，上世紀 80 年代 OPEC 同樣採取限產保價政策，但縮減的產量被非 OPEC 國家補充，油價反而大跌。當前俄羅斯加入限產難度非常大，美國原油生產更加市場化，真正做到“限產”十分困難。第二，葉岩油是揮之不去的威脅。葉岩油成本平均在 50-60 美元/桶，如果油價上漲較多，葉岩油公司擴大產能和產量的動機就會增強，對油價進一步上漲構成打壓。考慮到葉岩油的威脅，意味著當前油價反彈很難突破 50-60 美元的天花板。

煤價：供需短期錯配，暴漲難以持續。本輪煤價上漲主要原因是政策減少供給、疊加需求短期改善，導致供需短期錯配。從供給端來看，儘管產能依然嚴重過剩，但政府年初出臺的“276 政策”被嚴格執行，導致前三季度原煤產量相比去年少生產近 3 億噸。從需求端來看，電力耗煤、煉鋼等對煤炭的需求短期均有改善。往前看，近期供需依然緊張，但暴漲難以持續。當前“276 政策”僅是稍作放鬆，超采依然被嚴禁，四季度又需完成年度去產能目標，短期供需緊張局面或持續；但政府已經在逐漸放寬煤炭生產限制，未來供給有望穩步回升。而考慮到地產調控大幅加碼，下游需求明年走弱，煤炭供需或在 17 年顯著惡化，煤價下跌的風險正在逐漸累積。

鋼鐵：需求長期下行，產量已創新高，產能依舊過剩。年初以來鋼鐵價格的回升主要也來自供需狀況的短期改善。從供給端來看，截至 9 月已經完成全年去產能目標的 90%。從需求端來看，地產、基建、汽車回暖推升鋼鐵需求。但地產調控大幅加碼、汽車減稅即將到期，需求存在大幅回落的風險。而在鋼價上漲後粗鋼產量已創出歷史新高，即便在去產能之後的鋼鐵產能依然嚴重過剩，長期看鋼鐵漲價亦不可持續。

通脹短升長降，貨幣短緊長松！供需變化逃不開價格規律，通脹短升長降！原油、煤炭、鋼鐵等商品近期的漲價主要源於供需狀況或供需預期的改善，但價格上漲後，供給勢必會回升，再加上地產調控加碼和汽車優惠到期意味著總需求存在回落壓力，所以 2017 年工業品供需有望逆轉，工業品價格以及通脹或重新回落。流動性短期趨緊，但長期流動性趨松。短期來看抑制地產泡沫、防範金融風險、人民幣貶值、通脹回升制約著央行貨幣寬鬆空間，降准或繼續延後，年底前資金或持續偏緊。但地產調控加碼加劇經濟下行風險，也意味著資金需求長期趨降，流動性長期趨松。

策略

短期回升，中期築底——2016年三季度財報分析

核心結論：

①A股淨利累積同比 16Q3/Q2 為 1.9%/-4.6%，短期回升。中小創依舊突出，分別為 21%/13%、44%/49%。②淨利同比持續好轉的行業有煤炭、稀有金屬、電腦、化學製藥等，淨利穩定增長且與估值匹配的行業有食品、養殖、家電、電子等。③目前經濟背景類似 98 年，目前營收築底、毛利好轉、新興產業占比上升，企業盈利中期築底中。

主要邏輯：

淨利同比短期大幅回升。（1）截至 10 月 31 日，全部 A 股上市公司公佈了 2016 年三季報。從業績表現看，全部 A 股 16Q3/16Q2/16Q1 歸屬母公司淨利潤累計同比分別為 1.9%/-4.6%/-1.9%，剔除金融後為 12.7%/1.0%/2.6%，再剔除兩油後為 16.3%/6.7%/8.3%，淨利潤增速均大幅回升。（2）中小板淨利同比大幅回升，創業板略有下滑。中小板 16Q3/16Q2/16Q1 歸屬於母公司淨利潤累積同比為 21.3%/12.8%/15.9%，3 季度大幅回升。根據利潤占比推算的 16 年全年業績增速為 27.6%，好於一致預期的 18.1%。創業板 16Q3/16Q2/16Q1 歸屬於母公司淨利潤累積同比為 44.3%/48.9%/61.6%，繼續保持高增速，剔除溫氏股份和東方財富後淨利潤累計同比為 37.9%/33.7%/39.1%。根據利潤占比推算的 16 年全年業績增速為 46.9%，小於一致預期的 65.9%，處於歷史偏下水準。

盈利中期築底中。（1）分項分析：淨利同比築底中。PPI 的同比與 A 股淨利潤同比高度相關，PPI 當月同比 16 年 9 月由負轉正說明此前市場供大於求的狀況發生了改變，供需狀態逐漸平衡，有望支撐 A 股淨利潤同比回升。營業收入增速與工業增加值同比高度相關，工業增加值 16 年 2 月之後穩步回升至 6.0%的水準，未來 1-2 年內工業增加值同比會保持在 6%上下的水準，營收收入同比處於震盪築底階段。毛利率變化先於淨利潤同比和營業收入同比，毛利率從 09 年下滑至 12 年 Q1 的 17.1%後觸底回升，至 16 年 Q3 達 19.1%，毛利率回升有望推動淨利增速上升。管理費用率和銷售費用率較為穩定，財務費用率繼續下行。投資淨收益的負向拖累有限，有效稅率基本保持不變。（2）宏觀視角：經濟調整期企業盈利震盪築底。如今我國經濟環境和 90 年代末期非常相似，均是經濟下行、產能過剩、杠杆高企。1990 年代末，去產能去杠杆時企業盈利震盪築底，工業企業利潤同比在 96-98 年構建 W 底之後迅速反彈，全部 A 股淨利潤同比在 95-98 年構建 W 底，ROE 在 98-01 年構建 W 底。本次經濟調整期企業盈利有望震盪築底，預計全部 A 股 16、17 年淨利潤同比分別為 0-5%和 5%-8%。

轉型期的產業結構變化。（1）製造、金融業盈利水準震盪築底，消費、科技業業績穩定增長。結構方面，消費和科技行業比重增加。（2）行業層面，二級行業中淨利同比持續好轉的行業有，煤炭開採、稀有金屬等，淨利穩定增長且與估值匹配的行業有食品、電子設備等。一級行業中 16、17 年有望保持 20%以上增速的行業有新能源、TMT 等。（3）根據實際的三季報，對比此前發佈的業績預告，我們篩選了三季報淨利潤增速顯著大於業績預告上限（增速差額大於 20%）且淨利潤增速大於 20%的公司，詳見正文。

風險提示：向上風險：貨幣政策大幅寬鬆，拉動基建、地產投資大幅向上。向下風險：穩增長政策不及預期。

10月PMI大幅回升，生產與需求回暖——PMI指標監測景氣

核心結論：

①10月PMI指數51.2%，較前值大幅上升0.8個百分點，略弱於歷史同期均值51.7%。②分項指標看，生產、新訂單、原材料庫存和產成品庫存分別回升0.5個、1.9個、0.7個、0.5個百分點。③10月行業景氣整體趨勢向上，15個細分行業中11個行業當月PMI高於歷史均值且景氣趨勢向上，顯示傳統產業有所改善，新興產業優勢繼續體現。

主要邏輯：

PMI指數大幅上升，略弱於歷史均值。10月PMI指數51.2%，較前值大幅上升0.8個百分點。05-15年10月PMI均值51.7%，本次略低於歷史均值。PMI季調趨勢呈現底部小幅回升勢態。

PMI分項指標均回升，生產、新訂單、供應商配送時間高於臨界點。PMI五項分類指標均上升：其中生產指數10月較前值回升0.5個百分點至53.3%，貢獻0.13個百分點，顯示生產保持較快增長；新訂單指數較前值回升1.9個百分點至52.8%，貢獻0.57個百分點，製造業市場需求增速有所加快。生產指數和新訂單指數均為今年以來的高點，表明生產和市場需求回暖，擴張有所加快。

價格持續回升，進一步刺激生產。受去產能去庫存和部分大宗商品價格回暖的影響，近期原材料價格持續回升。原材料購進價格指數升至最近半年高點62.6%，較前值大幅上升5.1個百分點，貢獻0.07個百分點，相關企業效益有所好轉。原材料庫存指數10月較前值回升0.7個百分點至48.2%，貢獻0.07個百分點；產成品庫存指數10月較前值小幅回升0.5個百分點至46.9%，企業原料庫存和產成品庫存降幅收窄，庫存整體位於底部區域。從業人員指數10月較前值上升0.2個百分點至48.8%，貢獻0.04個百分點，企業用工量降幅收窄。供應商配送時間指數10月較前值回升0.3個百分點至50.2%，貢獻-0.05個百分點，製造業原材料供應商交貨時間有所加快。

結構優化，傳統行業有所改善。從10月行業PMI來看，新興行業優勢繼續體現：其中高技術製造業和裝備製造業PMI分別為53.7%和52.3%，均創近1年新高，環比增1.3和0.4個百分點，均為一年以來的新高。汽車製造業、電氣機械器材製造業、電腦通信及其他電子設備製造業等行業PMI均在52%以上，且高於歷史均值，同時PMI-TC顯示繼續回升趨勢。與此同時，供給側改革取得積極進展，部分傳統行業生產經營狀況有所改善：化學原料和化學製品製造業、黑色金屬冶煉及壓延加工業、有色金屬冶煉及壓延加工業、石油加工及煉焦業等傳統行業10月PMI均較前月提升，且PMI-TC顯示繼續回升趨勢。

10月行業景氣整體趨勢向上。對於15個細分行業，對比行業當月PMI和歷史同期均值水準以及PMI季調趨勢，判斷行業景氣度的變化。10月有11個行業景氣趨勢向上，明顯多於景氣趨勢平穩及向下行業。

景氣趨勢向上以當月PMI高於歷史同期均值水準且PMI季調趨勢上升為標準，10月有11個行業，上月有7個，具體行業有：石油加工及冶煉焦業、有色金屬冶煉及壓延加工業、黑色金屬冶煉及壓延加工業、化學原料及化學製品製造業、金屬製品業、化學纖維及橡膠塑膠製品業、汽車製造業、電氣機械及器材製造業、通用設備製造業、專用設備製造業、電腦通信電子設備及儀器儀錶製造業、農副食品加工業等。

風險提示。PMI 指數刻畫的景氣情況源於調研資料，與實際的供需可能有偏差。PMI 行業分類與 A 股行業分類有偏差。

大市導航

傳媒：民促法修訂三審通過概率大，建議客觀看待修訂稿兩面，積極關注行業機會

三審通過概率大。根據 2016 年 11 月 1 日新聞聯播消息，上午在審議關於修改民辦教育促進法的決定草案時，與會人員普遍認為，決定草案全面貫徹落實中央關於實行民辦學校分類管理改革的精神，進一步明確了非營利和營利性民辦學校的劃分標準，以及國家對兩類學校的扶持措施，並對現有民辦學校作出更加合理的過渡安排，對於規範和促進民辦教育的健康發展具有重要意義。決定草案具有較強的針對性和可操作性，已經比較成熟，建議本次常委會會議審議通過。我們認為，從目前進程來看，民促法修訂通過概率比較積極。

放開民辦學校營利性選擇權，但對義務教育階段控制加強。三審草案明確規定，民辦學校的舉辦者可以自主選擇設立非營利性或者營利性民辦學校。但是，不得設立實施義務教育的營利性民辦學校。非營利性民辦學校的舉辦者不得取得辦學收益，學校的辦學結餘全部用於辦學。營利性民辦學校的舉辦者可以取得辦學收益，學校的辦學結餘依照公司法有關法律、行政法規的規定處理分配。民辦學校註冊成營利性。

投資建議：我們認為民促法修訂如果落地對板塊整體積極，在義務教育全日制學校上略有壓力。（1）建議客觀看待修訂稿兩面，積極關注行業政策機會；（2）教育行業受利於消費升級優質教育資源供不應求，隨著民促法的放開，資本化的同時，人才及科技水準有望不斷提高，我們看好行業產業化良機和中長期增長情況。

關注相關標的：威創股份、長方集團、勤上光電、開元儀器、盛通股份、新南洋等。

傳媒：行業延續高增長，政策利好持續發酵

- 1.影視板塊：票房回歸理性再出發，未來關注衍生品機會。
- 2.遊戲台塊：將成泛娛樂產業“領頭羊”，手遊統治優勢將繼續。
- 3.行銷板塊：移動端是核心管道，關注內容行銷和大資料行銷。
- 4.傳統版塊：國企改革持續發酵，關注傳媒媒體轉型升級。
- 5.體育板塊：政策紅利帶動資本入局，提升行業景氣度。
- 6.教育板塊：政策利好持續發酵，資本化進程加速。

風險提示：行業景氣度不及預期。

石油天然氣：石化行業 2016 年前三季度經營情況分析

原油價格。今年前三季度布倫特原油現貨均價分別為 33.94、45.73、45.79 美元/桶，其中第三季度布倫特原油現貨均價 45.79 美元/桶，同比-9.2%，環比+0.1%，與第二季度基本持平。

石化產品價差。2016 年第三季度，乙烯-石腦油價差達 729 美元/噸，創 2015Q3 以來最高價差水準。代表石化行業盈利變化趨勢的乙烯-石腦油價差在油價企穩回升的過程中逐步改善。

上市公司分析

油氣開採板塊：油價低位震盪，主營業務仍虧損。2016Q3 4 家油氣開採行業上市公司合計實現營業收入 25.58 億元，同比增長 11.80%。合計實現歸屬母公司淨利潤 1.17 億元，淨利潤率 4.55%，但扣除非經常性損益後，仍然處於虧損狀態。

油服板塊：2016Q3 收入同比回落 27%，利潤分化嚴重。2016Q3 12 家油服行業上市公司合計實現營業收入 168.74 億元，同比降低 27.39%。實現歸母淨利潤 2.68 億元（剔除業績波動較大的中海油服和石化油服），同比下降 39.03%。

煉化板塊：行業處於景氣週期，盈利能力改善。2016Q3 31 家煉化行業上市公司合計實現營業收入 555.24 億元，同比增長 8.45%。實現歸母淨利潤 32.04 億元，同比上升 4131.37%。

未來展望

未來油價將逐步回升，長期均衡價格為 60~70 美元/桶。2016 年前三季度布倫特原油現貨均價為 41.82 美元/桶，同比下跌 24%。我們認為短期油價將在 40~55 美元/桶震盪，長期均衡價格為 60~70 美元/桶，目前油價整體處於上升通道。

石化行業處於景氣週期。按照 6-8 年一個完整的石化週期計算，我們預計本輪石化行業景氣高點有望出現在 2016-2018 年。目前乙烯-石腦油價差依然維持高位，石化行業處於景氣週期。

重點上市公司

我們認為 2016 年石化行業主要關注油價、週期與改革。在油價震盪上行過程中，可關注油氣價格反彈直接受益的新潮能源、洲際油氣、中天能源、新奧股份等；在石化行業景氣提升過程中，關注業績彈性大的齊翔騰達、衛星石化、恒逸石化、桐昆股份、神霧環保、上海石化等；隨著上游資本支出的提升，油服公司的盈利將得以改善和提高，關注石化油服、中海油服、通源石油等。

風險提示：油價持續下跌、石化產品價差回落、行業景氣度下行。

家用電器：各板塊三季度銷量全面開花，業績增長提速

三季報匯總：營收與業績增長雙雙提速。2016 年前三季度行業收入同比增長 7.06%，營收自 2016 年上半年度轉負為正後，增速進一步加大，整體趨勢轉好。利潤總額同比增長 19.90%，歸屬於母公司的淨利潤同比增長 21.07%。

三季度各板塊銷量全面開花，內售外銷兩翼齊飛。2016 年前三季度，空調端銷量增長 30.15%，冰箱端銷量增長 3.58%，洗衣機總銷量增長 4.30%，LCD 總銷量增長 5.73%。各行業銷量全面開花，內售外銷增長全部為正，其中空調三季度內銷增長達 36.76%最為亮眼，基於上半年低基數，未來高增長確定性強。

大環境下短期估值承壓，著重關注高增長、估值安全邊際高的個股，白電板塊首推小天鵝 A 與格力電器。小天鵝 A 未來三年業績 CAGR 25+%確定性強，行業集中度與淨利潤率在雙寡頭壟斷下有大幅提升空間；格力電器銀隆定增配資議案受阻，短期不確定因素消除，市場關注點回歸主業本身，預計未來一年低基數下的高增長確定性強；此外建議關注上游製冷元器件商三花股份。

風險提示：行業景氣度下降。

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。