

2016年11月25日

銷售部 - 投資策略

宏觀

實體經濟觀察：庫存回補力度不足

從中觀行業看，11月經濟下行壓力再現：從終端需求看，地產已拐頭向下，汽車雖仍保持穩定，但較難持續；從工業生產看，鋼企開工率持續下滑，水泥產量縮減，發電耗煤增速也明顯下滑。

前期經濟反彈與庫存週期有關，其中汽車、煤炭等行業已由被動去庫存轉為主動補庫存。但減稅政策已滿一年，高基數效應下汽車需求料將回落，而粗鋼產量、發電耗煤回落預示煤炭需求將出現回落，這意味著汽車、煤炭將較快轉為被動補庫存。儘管地產投資回升仍將在短期內帶動工業庫存由去化轉回補，但地產庫存依然偏高，意味著地產投資回升力度或較為有限。綜合來看，庫存回補力度不足，也制約未來經濟改善。

需求：下游地產走弱，乘用車平穩，家電改善，文體娛樂仍弱。中游鋼鐵、水泥走弱，化工弱改善。上游煤炭改善，有色仍弱，交運改善。

價格：10月70城房價環比增速回落，上周國內生產資料價格漲跌互現。

庫存：下游地產、乘用車、家電均回升。中游鋼材、水泥、化工緩慢去庫存。上游煤炭補庫存，有色去庫存。

分行業觀察：

下游：地產：11月中旬地產銷量跌幅擴大，上周土地成交繼續下滑。乘用車：10月經銷商庫存回補，11月第三周廠家銷量穩定。家電：10月三大白電產量大漲，空調廠家銷量同比再創新高。文體娛樂：上周電影票房同比降幅收窄，環比微幅回落。

中游：鋼鐵：上周鋼價、毛利回落，開工率降，社會庫存去化趨緩。水泥：上周全國水泥價格繼續上漲，減產令庫容比逆勢下降。化工：上周滌綸POY價格續漲，庫存天數降至年內新低。電力：11月中旬發電耗煤增速微降，下旬增速或繼續回落。

上游和交運：煤炭：上周煤炭價格平中有跌，港口煤炭庫存繼續回補。有色：上周LME銅、鋁價格均回落，銅庫存降、鋁庫存升。大宗商品：上周國際油價回升，CRB指數小跌、美元指數創新高。交通運輸：上周航空客運周轉量增速小降，BDI指數創兩年新高。

大市導航

傳媒：2017 年度投資策略—堅定看好，投資邏輯重構，價值成長並重

2016 年板塊回檔幅度較大，但文化傳媒行業整體增速強勁，泛娛樂與行銷板塊（大市值子板塊）17 年估值已較低，因此堅定看好板塊。行業收購兼併邏輯依然存在，注重業績和佈局並重；此外關注政策觸底反彈對於板塊估值提升。影視板塊重點關注：上海電影、慈文傳媒、長城影視、萬達院線；遊戲台塊重點關注：完美世界、中文傳媒、天神娛樂、帝龍文化；行銷重點關注：思美傳媒、省廣股份、利歐股份、浙江富潤、華誼嘉信；傳統重點關注：皖新傳媒、湖北廣電、新華文軒、出版傳媒；體育重點關注：雙象股份、三夫戶外、雷曼股份、當代明誠；教育重點關注：勤上光電、新南洋、立思辰、全通教育、開元儀器、威創股份、長方集團。

風險提示：政策不確定性，大盤系統性風險。

有色金屬：處於十字路口，堅定信心——2017 年度行業投資策略

價格：有色金屬價格普遍上漲。截至 11 月 18 日，貴金屬與基本金屬價格較年初全線上漲。工業金屬方面鋅、錫漲幅居前，分別上漲 63.1%與 40.1%，鋁漲幅最小，較年初上漲 16.8%。貴金屬中，黃金上漲 11.9%，白銀上漲 21.7%。小金屬中漲幅最大的銻，價格較年初上漲 44.2%，電解錳、鉬、鎂價格漲幅超過 30%。跌幅居前的包括鈾、鎳、鋼、海綿鎳等，鈾價較年初下跌 38.5%，鎳錠價格較年初下跌 26.2%。

基本金屬供需梳理：當前供需處於敏感平衡狀態：2016 年供給側改革普遍推升金屬價格，細微的供給端變化推動了轟轟烈烈的價格上漲行情，足見長期價格低迷後，上游資本開支放緩，供需已處極為敏感的平衡狀態。我們認為產業升級和以利潤為核心的經營思路不斷推進，這是供給側改革得以繼續深化的重要生存環境。

供給側改革思路在深化：全球產能大多集中在中國，無論礦產源頭、中游冶煉還是下游加工，過去 15 年的盈利模式以量取勝。但 2016 年產業狀態是：上、中游企業產量下跌，價格上漲，最終盈利改善明顯；下游企業摒棄低端產品，調升產業結構，收入無太多變化，盈利卻明顯改善。

庫存：基本金屬庫存不大，下游庫存增速放緩。銅、鋁和鋅上期所+LME 的庫存現值同比峰值均下降 60%以上；鉛合計的庫存現值僅為峰值一半的水準；錫合計的庫存現值同比 2010 年峰值下降超 80%；鎳合計的庫存與峰值相比降幅有限。

需求顯現回暖：2017 年欣喜點在於隱隱顯現需求回暖跡象。首先是火熱的 PPP 項目（財政政策），雖然量較少，但可見國內穩增長豐富的行政工具。其次，美國共和黨執政擴大基建的預期無疑是 11 月銅價暴漲的重要催化劑。“一帶一路”周邊國家或地區的發展很有可能成為甚至超過美國需求因數的一大變數，涉及國家如果不包括印度有約 8 億人口，土地面積和經濟總量占全球約 10%，平均年齡 28 歲，龐大的人口基數和年齡年輕化本身就是資源需求增量的沃土。

投資策略：供需平衡狀態，需求刺激，銅打頭陣。

風險提示：共和黨基建執行力、一帶一路執行力以及國內基建維穩的刺激力量。

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。