

2016年12月5日

銷售部 - 投資策略

宏觀

利率大幅飆升，經濟還能企穩？

股市普遍回檔，商品債市普跌。上周美股再創新高，歐洲和新興市場股市回檔，油價大漲煤價下跌

黃金小跌、工業金屬普遍下跌，中國股市回檔債市大跌。

減產油價狂歡，義大利將公投。上周 OPEC 八年來首次達減產協議，油價應聲大漲。但無論是 OPEC 內部限產額度的分配，還是非 OPEC 的俄羅斯減產的落實，以及美國葉岩氣的潛在複產，都意味著油價的持續上漲並非坦途。而 12 月 4 日義大利修憲公投在即，若失敗將大幅增加義大利脫歐的可能性。美國 11 月新增就業 17.8 萬，但失業率創下 4.6% 的新低，而 12 月加息概率仍維持在 90% 以上，10 年期國債利率創下 2.4% 的新高。

PMI 雖然回升，經濟仍趨下行。11 月的 PMI 創下 51.7 的新高，指向製造業短期景氣。但 11 月無論從下游需求還是中上游生產來看，經濟都出現明顯減速的跡象。其中地產銷量增速大幅負增，而汽車銷量增速小幅回落，發電耗煤增速比 10 月明顯回落，而且 12 月初仍延續下降趨勢。本輪經濟企穩主要體現為庫存週期，目前下游地產、乘用車、家電，上游的煤炭庫存均出現回升，意味著供需正在發生逆轉，經濟下行再度承壓。

通脹短期承壓，貨幣依然偏緊。本輪商品價格的大漲始於煤炭，上周煤價大幅回落，鋼價開始走弱，但油價仍在上漲，短期通脹仍有上行壓力。而上周貨幣利率續升，一方面由於月末因素，另外也受到匯率貶值、通脹反彈、房價高企等因素影響。

利率大幅飆升，經濟還能企穩？4 季度以來，商品價格大幅反彈，美股 A 股均創新高，一個重要的預期是中美經濟復蘇。但是在人口結構、技術創新週期等基本面沒有任何變化的背景下，經濟的反彈其實主要受益於低利率環境。但是目前的商品價格暴漲已經導致利率飆升，不僅美國 10 年期國債利率過去幾個月上行了約 100bp，中國貨幣、國債和企業債利率也上行了 50bp 左右。而利率的上行往往會導致需求的再度萎縮，美國的 11 月就業略低預期，中國 11 月的地產汽車銷量下滑、發電增速回落，加之中國電煤庫存已經同比轉正，均意味著本輪庫存週期已出現拐點，經濟下行的風險再現。而創新高的製造業 PMI，在中國經濟過去 5 年的下行週期一直保持穩定，意義能有多大？

策略

震盪階段的休整期

展望 2017 年：震盪市逐步走向牛市。①中期展望：2017 年行情有望從震盪市逐步走向牛市。主要邏輯是：第一，大類資產比較中股票占優，15 年中來房價、商品、債券均上漲，股指僅為高點的六折。第二，上市公司的盈利 2017 年將逐漸走出右側，預測全年淨利潤同比 8%，16 年 2-3%。第三，改革和轉型望加速，市

場風險偏好將回升。②行情節奏：震盪市走向牛市是個過程，目前是震盪階段。從震盪市到牛市不是一步到位，而是漸變發生的。2016年投資主線是週期反轉、價值重估，2017年切換為改革發力、成長回歸。③潛在風險：通脹和利率上行如果超預期，震盪時間拉長、牛市推後。Wind一致預期顯示2017年CPI、PPI同比分別為2.1%、1.6%，資料不高。如果石油、金屬等價格大幅上漲，通脹超預期上升，很可能影響貨幣政策。歷史上通脹快速上升時，貨幣政策均收緊。

短期市場：震盪市的休整期。10月以上市場上漲有三個邏輯：一是國企改革深化，二是經濟基本面預期好轉，三是險資舉牌激發價值股熱潮，近期後兩個邏輯面臨考驗。①經濟短期下行壓力增大。三季度經濟資料的改善得益於地產銷售量價齊升和製造業景氣度回升，但是，近期高頻資料顯示，經濟資料短期回落壓力變大。十一期間地產調控出臺，限購和限貸政策將使得地產銷售量價回落。特朗普總統競選獲勝後提出5500億美元基建投資計畫，市場對基建投資帶動需求預期較為樂觀，但特朗普正式上臺後能否兌現諾言有待時間檢驗。②保險加大股權配置是大勢所趨，短期炒舉牌概念望冷卻。最近2-3周保險舉牌概念股活躍，這與年底時保險公司舉牌行為更頻繁有關，15年、14年年底均出現過此類現象。監管層發言稱“最近一段時間，資本市場發生了一系列不太正常的現象……”，預計短期舉牌股的熱潮將降溫。

應對策略：休整期養精蓄銳。①路要一步步走，養精蓄銳。震盪市走向牛市是個過程，目前仍在震盪階段，未來質變為牛市需要確認企業盈利右側、國企改革不斷推進。短期而言，震盪市的格局裡，過去幾個月市場已經累積了一定的漲幅，三個上漲邏輯，有兩個短期遇到挑戰，市場短期可能步入休整期。②著眼中期，以價值股為底倉，精選國改和真成長。1月底以來銀行理財為代表的絕對收益型機構投資者資金流入，這類資金偏好價值股，這也是最近兩三周有舉牌概念的價值股表現突出的原因所在。短期而言，有舉牌概念的價值股上漲過急後有調整壓力，但展望2017年，價值股仍是很好的選擇。舉牌概念股冷卻，有助市場焦點轉向成長類股，2015年1月16日證監會通報券商融資類業務現場檢查及處理情況後，14年底券商引領藍籌類股熱潮冷卻，市場風格逐漸向成長切換。此外，國企改革仍是中期投資主線，9月底發改委召開混改試點專題會，首次提出“混改是深化國改的重要突破口”，關注央企與地方國企兩類組合，地方國企最看好上海。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

大市導航

通信設備：2017年度通信行業策略：立足藍籌變革，佈局創新成長

光通信2017年高景氣維持，側重看好光模組及光通信設備。首推光迅科技、烽火通信，以及關注新易盛、博創科技為代表的新興民營光模組企業基於國內A股估值優勢和工程師紅利，實現從光模組封裝向上游晶片的延伸整合；同時，美國就中興與伊朗早期項目制裁結果落地後，中興估值預期有較大修復空間，建議積極關注。

物聯網，將從三大運營商2017年全面部署NB-IoT網路及4G+的推進，步入快速發展拐點。感測器（包括機器視覺）、物聯網場景解決方案（交通、工業、物流、水務…）、物聯網通用平臺或作業系統，是核心的細分投資方向。

IDC&CDN&雲服務&流量經營領域，整體上消化估值、“以時間換空間”。

通信業國企改革預期提速：首推央企混改的中國聯通、地方國資的星網銳捷（停牌）。關注東方通信、高鴻股份、傑賽科技、烽火電子、長江通信、特發資訊等央企及地方國資企業。

軍工通信（海防資訊化、衛星通信、北斗）、專網繼續保持成長勢頭。相關標的重點推薦海蘭信、海能達，關注海格通信、信威集團、佳訊飛鴻等。

風險提示：相關板塊估值波動、運營商光通信資本開支低於預期、國企改革進度與方案低於預期。

食品：食品飲料行業 2017 年度策略報告：可選持續回暖，轉型孕育彈性

2016 年度策略報告中我們提出以下三大行業趨勢，其中前兩點得到充分印證，特別是可選消費板塊逆勢大漲，成為 A 股亮點。展望 2017 年，我們認為三大趨勢仍將持續，第三點尤為重要。

可選景氣優於必需。必需消費品（如乳製品、肉製品、軟飲料、中低端白酒）受宏觀經濟拖累，預計景氣度持續低迷；可選消費品（高端白酒）因為調整時間早、幅度大，需求端已經企穩回升，預計 17 年量、價至少保持個位數增長，供給端份額向優質企業集中。

節流空間優於開源。預計 2017 年仍將維持低增長低通脹的宏觀環境，食品飲料增量和漲價壓力都較大，通過結構升級間接提價成為主要途徑，但在持續升級之後邊際貢獻遞減。部分子行業可以通過原料價格下降、銷售費用和管理費用率下降改善盈利，如啤酒、肉製品、食用油。

轉型彈性優於傳統。2014 年以來已公告轉型意願（含同業並購、跨界並購、內部激勵、國企改革）的上市公司數量占比近 50%。轉型公司不確定性大，但股價彈性更為明顯。

給予行業“增持”評級。價值組合：貴州茅臺、五糧液、洋河股份、伊利股份；成長組合：重慶啤酒、金禾實業、雙塔食品；國企改革組合：*ST 珠江、燕京啤酒、中炬高新。

行業風險提示：投資者風險偏好上升、食品安全問題、進口產品衝擊、宏觀經濟低迷。

保險：否極泰來——2017 年保險策略報告

2017 年預計長短端利率持續上升，利率回升對於投資收益率和 750 天移動平均國債收益率均有正面影響。同時，負債端成本正在下降，利差收窄的情況會顯著改善。

上市保險公司深化價值轉型，轉型成果顯著。壽險負債端的高價值個險管道業務、長期期交業務、保障型業務增速顯著高於同業；利源結構較優，利差占整體利潤比重相對較小。產險優化業務結構和品質，綜合成本率預計將繼續下降。資產端堅持穩健的投資策略，高風險資產占比較小，並在通過加大配置收益率較高、久期較長的非標資產來優化投資結構，同時正在積極佈局海外資產配置。

公司推薦：1) 新華保險：價值轉型堅定，管道結構、產品結構和隊伍結構不斷優化。2) 中國太保：壽險業務品質優良，產險承保盈利能力改善。

風險提示：權益市場下跌帶來業績與估值雙重下滑。

金融：大資料+AI，金融科技改變世界

券商：“靠天吃飯”的傳統通道模式使券商業績對市場環境更為敏感。長期仍看好券商業務轉型，單一通道服務商向資本仲介、財富管理轉型、創新業務多元化發展等方面值得期待。

公司推薦：華泰證券、廣發證券、招商證券、寶碩股份等。

保險：1) 近期國內長期利率亦顯著上行，保險公司投資收益提升，經營環境好轉，利差收窄預期改善；2) 受投資收益下滑和準備金折現率下調影響，短期利潤仍承壓；3) 市場對於利差收窄和業績下滑風險已經充分預期，近期市場利率回暖，預期改善。估值低位，具有較高安全邊際。

公司推薦：新華保險、中國人壽。

不良資產管理行業：

未來不良資產市場規模足夠龐大。商業銀行不良率達 1.75%，信託、證券等非銀行金融機構的“類信貸”業務快速增長，成為潛在的不良資產供應管道。非金融機構的不良資產亦為 AMC 的重要業務來源。

主要標的：海德股份、東吳證券等。

互聯網金融：

金融科技的運用仍在普及中，大資料和人工智慧逐漸運用于智慧投顧、消費金融、互聯網保險、征信等子領域，增長空間巨大。

主要標的：同花順、焦點科技等。

風險提示：權益市場下跌導致業績與估值雙重下滑。

券商：財富管理、資管的下一城？

機構業務、財富管理轉型仍是 2017 年重點。

中國資本市場起步較晚，券商業務結構較為單一，這種業務模式下，券商業績對市場環境更為敏感，形成“靠天吃飯”的局面。牛市啟動時，火爆行情吸引大批投資者進場，市場交易額大幅增長，為券商業績提供強支撐。一旦市場環境不佳（如：2009-13 年長達幾年的熊市），券商開發新客戶難度加大，市場交易持續低迷，營業部出現虧損的現象屢見不鮮，證券行業業績大幅下滑進入下降通道。

隨著行業壁壘逐漸縮小、業內競爭加劇等因素，券商通道業務的利潤率將逐漸被擠壓，倒逼券商業務轉型。借鑒海外成熟市場，我們認為機構業務、財富管理轉型、並購重組仍是未來券商的轉型重點。

對傭金率不必過度悲觀，長期倒逼券商機構+財富管理轉型。我們認為不必對傭金率自由化過度悲觀。

- 1) 券商主動發起傭金戰的意願並沒有那麼強，目前市場環境下，不足以長期維持低傭金率（低於萬二點五），僅靠低傭金率獲客的效率並不高。
- 2) 從美國傭金率自由化後的情況來看，短期傭金收入占比下滑較多，但一些大型的投行將業務重點轉向高端客戶和機構客戶，收入的品質及券商的專業性均有明顯提升。
- 3) 經紀業務集中度或將提升，一些缺乏特色的小型券商或被淘汰，中大型券商及具有特色的將憑藉自身優勢脫穎而出。

IPO 發行速度略有放開，並購重組長期看好。

儘管註冊制並沒有如期推出，但隨著市場逐步平穩，三季度發行節奏已經明顯放開。

今年 9 月，修訂後的《上市公司重大資產重組管理辦法》正式實施，被稱為史上最嚴的借殼新規。同時，監管層在對傳統行業收購新興行業企業的交易行為進行審核時，操作上也明顯趨於嚴格，使得並購重組業務增速放緩。

但從長期來看，目前經濟結構進入轉型調整階段，行業整合成為內在需求，因此我們仍看好並購重組未來的增長空間。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

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。