

2016年12月12日

銷售部 - 投資策略

## 策略

### 韜光養晦

短期市場處於震盪階段的休整期。(1) 政策面微妙變化，保險開展萬能險業務和舉牌行為的監管從嚴。保險開展萬能險業務和舉牌行為的監管從嚴是個組合拳，未來仍可能有後續政策，類似於15年1月查兩融時的政策，短期對市場的資金面和情緒面都有一定程度的影響。目前的監管政策會進一步影響到萬能險的收入增速，尤其是對萬能險占比較高的未上市中小保險公司影響更大。中期來看，險資加大股權配置比例是大勢所趨。(2) 中期震盪市走向牛市，短期處於震盪階段的休整期。2017年行情有望從震盪市走向牛市，主要邏輯是：第一，大類資產比較中股票占優，低利率環境下保險、銀行理財等資產配置壓力巨大，未來會加大股票配置比例。第二，上市公司的盈利17年將逐漸走出右側。第三，改革和轉型有望加速，市場風險偏好將回升。短期市場進入震盪階段的休整期，主要有以下三個方面的原因：第一，目前險資舉牌監管政策的密集出臺會使得市場短期資金面受到影響。第二，經濟短期下行壓力增大。第三，臨近年底市場流動性非常緊張。

短期風格難大變，國改主線最清晰。(1) 過去大小風格一年一變，短期還難大變。觀察08年以來市場，上證50和中證100代表的大盤價值、中小板指和創業板指代表的中小盤成長，基本上是一年一變，輪番領頭。16年大盤價值再次占優，17年會是中小盤成長占優嗎？從相對估值來看，17年將回到較低水準，這是切換的溫床和必要條件。從催化劑來看，還需要看機構的配置情況及政策或資料刺激，目前看需要積蓄力量。從事件催化來看，一季報數據還需要等到3-4月才逐步明朗。(2) 目前國企改革主線最清晰。首先，之前市場對於特朗普上臺後基建刺激計畫預期過於樂觀，短期國內經濟資料回落，週期股上漲的邏輯短期遭遇阻力。其次，近期監管層大力規範險資舉牌行為，舉牌相關概念股面臨壓力。國企改革是目前市場最為清晰的主線，12月9日中共中央政治局12月9日召開會議，分析研究2017年經濟工作，提出“加快推進國企、財稅、金融、社保等基礎性關鍵性改革，更好發揮經濟體制改革的牽引作用”，國資委表示明年將是國企改革見效年，目前國改實施方案正在制定中。

應對策略：韜光養晦，運籌帷幄。(1) 中期樂觀，短期韜光養晦。2017年行情有望從震盪市走向牛市。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。短期維持策略月報《震盪階段的休整期-20161204》觀點，處於震盪階段的休整期，過去幾個月市場已經累積了一定的漲幅，三個上漲邏輯中有兩個短期遇到挑戰，尤其是近期險資舉牌監管力度明顯加強，短期資金面和情緒面受到影響。(2) 著眼中期運籌帷幄，國改主線最確定，短期關注油價上漲主題，中期關注一帶一路、真成長。

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。

## 固定收益

### 隱憂漸顯，分化加劇——地產行業資金與負債狀況分析

本輪地產週期中，寬鬆的融資環境為房地產企業提供了充足的資金供給，但也導致了部分企業負債膨脹，埋下隱患。

#### 1. 融資狀況：房企融資規模大增，管道多樣化

2016年1-9月房地產開發資金累計約10.47萬億元，累計同比增速達到15.5%。融資方式上，房企對傳統銀行貸款的依賴性在降低，但銀行資金通過信託和資管計畫供給房企；地產債成為房企融資的重要管道，今年1-9月地產債供給發行約8820億元，是15年同期發行量的2.6倍；16年三季報顯示上市房企應付債券規模已經超過長期借款規模的一半，成為房企融資的重要管道。

#### 2. 負債壓力：短期資金充裕，整體負債仍高

短期資金充裕，負債規模攀升。15年下半年以來上市房企貨幣資金快速推高，經營活動現金流淨額由負轉正，反映房企短期現金流充裕。但值得警惕的是，地產行業有息負債攀升，16年三季報顯示，132家A股上市房地產開發企業有息負債總額達到了2.08萬億元，較15年三季報增加了3234億元，同比增長18.5%。

企業分化明顯，部分中小房企杠杆率驚人。龍頭房企負債率不高且多有下降，且本輪週期中貨幣資金有較快積累，資金充裕；而部分中小企業投資較為激進，負債率持續走高。

#### 3. 未來預判：償債能力惡化，企業分化加劇

收入將受銷量下滑拖累，土地供應或有增加。若明年不出臺寬鬆貨幣政策刺激經濟，我們預計17年一、二、三線銷量增速將全面轉負。從成本支出來看，過去一年土地供應量縮減導致房企土地購置面積較前一年同期平均降低了13.5%，但是由於土地溢價較高，房企土地購置支出並未降低。若未來地產銷量下滑，政府或增大一二線土地供應量，地產行業購地支出將有增無減。

經營現金流淨額或將再度轉負，致短期償債能力明顯弱化，但好在今年地產行業貨幣資金較充裕，短期內償債仍可保證。具體來看，今年年中地產行業貨幣資金對流動性負債（剔除了預收賬款）的覆蓋程度約47.3%，處於歷史較高位水準。中性假設下，若明年地產銷量下滑15%，這一覆蓋比率將降至35%左右，基本與14年持平；悲觀假設下，若銷量下滑25%，則該比率將降至25%；樂觀假設下，若明年地產銷量與今年持平，這一覆蓋比率仍將維持在44.7%水準。可見，明年銷量的下滑將導致短期償債能力迅速下降，但除非銷量出現銳減，地產行業仍可保證基本的償付能力。

長期償債壓力大，警惕債務償還高峰的來臨。截至10月份存量地產債規模約17698億元，到期分佈集中在2018到2019，具體來看2018年將有4927億元的存量債到期，2019年將有5032億元存量

債到期，中期償債壓力較大。地產開發貸等貸款多為3年期，本輪地產週期中產生的大部分貸款將在2019年前後面臨到期。應警惕債務償還高峰給地產企業帶來的壓力。

企業分化將加劇，大型房企緩衝能力強於中小企。大型房企資金量較充足，償債能力狀況較好，對銷量下滑的緩衝能力較強。且本輪地產週期中多數龍頭企業拿地有節奏，存貨銷售比普遍較低，未來去庫存壓力不大。中小型房企整體狀況劣於大型房企，資金鏈脆弱，對銷量下滑的緩衝能力較弱。

#### 4. 融資收緊，內外部現金流雙殺

債券融資方面，證監會已推出地產公司債分類監管新政，嚴格限制地產企業融資拿地，而地產企業通過股權融資和貸款融資已經收緊，地產行業外部融資現金流拐點來臨。而銷量下滑和購地支出的增加將導致內部現金流趨弱，行業內外部現金流拐點將同時出現，個體則將因融資能力和抗風險能力的差異而加劇分化。

## 大市導航

### 新能源板塊：開啟電動物流新時代，首推新海宜

電動物流車補貼力度最大。12月份物流車重回推廣目錄，行業再啟航；16年底新的補貼政策醞釀出臺，根據電車匯所披露新補貼政策將引入眾多技術性指標，指明行業發展方向。單就補貼量來看，17年乘用車補貼單車金額折算為度電補貼約為1200-1400元/kwh，客車約為1440元/kwh，物流車在1500元/kwh，整體而言物流車補貼力度最強，而受規模、性能等影響物流車電池採購成本更具競爭力，單車利潤有較大空間。

政策穩定背景下物流車更容易放量。未來兩年各大新能源汽車需求催化劑顯著不同；新能源客車看推廣目標，採購主體多為國資且存在運營補貼，整車價格敏感度不高，補貼下調對行業規模影響有限；乘用車近兩年主要看限售地區牌照數量，A0及A級車型銷量短期空間有限，後續注重整車性能提升程度以及充電基礎設施完善情況；物流車最重補貼規模，對經濟性最敏感。因此分車型判斷客車電動化最快，乘用車中長期空間最大，而物流車補貼到位最容易放量。

17年電動物流車超2.5倍增長。受補貼下調影響17年為新能源汽車小年，而18年搶裝行情繼續，同時動力電池價格繼續下降，充電基礎設施有顯著提升，銷量增速明顯。預計16-18年新能源汽車銷量分別為48.5萬輛、66.0萬輛、101.5萬輛，增速28%、36%、54%。其中乘用車銷量增速分別為60%、21%、48%，客車分別為-11%、-3%、23%。而物流車隨著補貼政策的平穩，企業採購+路線固定+行駛里程充足的情況下可充分發揮電動物流車運營成本低的優勢，同時較易解決充電問題。16年市場訂單積壓超10萬輛，預計銷量約4.2萬輛，帶動未來兩年較大增量，預計17-18年銷量增速分別為250%、90%。

新補貼政策下物流車利潤可觀。按照明年國補 1500 元/kwh，地補 60%配套即為 900 元/kwh，合計 2400 元/kwh 的補貼標準。16 年電池採購成約本 2000 元/kwh，明年下降 15%背景下約 1700 元/kwh。根據目前在售的主流電動物流汽車配置，短駁及末端配送純電動物流車鋰電池容量一般在 30kwh，補貼 7.2 萬/輛，售價 4.5 萬，收入端 11.7 萬；扣除電池成本 5.1 萬，電機電控 1.5 萬，車身等 3 萬，成本端 9.6 萬，利潤大概 2 萬/輛左右。另我們預計電池下降幅度將超過 15%，對於整車製造企業而言具有較好的盈利空間。

尋找物流車領域的鯨魚。目前傳統物流車以福田、江鈴為主，年銷量在 20 萬輛，15 年電動物流市場湧現出通家、東風、重慶瑞馳、新龍馬等，有望實現彎道超車，開啟電動物流新時代。整個新能源汽車產業鏈中整車企業因牌照、技術等原因護城河最強，估值最便宜。未來兩年電動物流景氣度最高，月度銷量、業績等催化劑眾多，首推新海宜（陝西通家），可關注彈性較大的中通客車、數源科技、小康股份，康盛股份（中植一客）、東風汽車。

風險提示：補貼低於預期，政策及銷量不及預期。

### **煤炭：安監施壓尚未落地，該政策仍可期待執行**

1、上周針對礦難頻發，國務院安委會辦公室發文提出退出產能停產。但目前企業尚未接到通知，只是要求安檢加強，未來仍可期待執行，此為未來供需格局的重大變數，執行則可看好，否則將繼續面臨淡季的壓力。

2、中頻爐鋼產能退出，利好鋼鐵行業，北方受淡季及環保加強的影響，焦炭生產放緩，或將導致焦煤價格弱化。

3、近期天氣開始轉涼，北方內蒙礦難導致停產，秦港動力煤庫存開始下降，動力煤供需格局有好轉的趨勢。

4、建議關注：冀中能源，潞安環能，盤江股份，山西焦化，開灤股份，西山煤電，上海能源，平煤股份，中煤能源，中國神華，兗州煤業，陝西煤業，\*ST 山煤，\*ST 新集，\*ST 煤氣。

風險提示：政策變化風險；政策執行不達預期。

### **有色金屬：一切疑慮都會過去**

近期鈷價上漲明顯，氯化鈷價格一周上漲 12%，金屬鈷上漲 5.6%，四氧化三鈷上漲 8.1%，鈷酸鋰上漲 9%。主要因為需求推動，中長期價格堅定看多。當價格長期處於底部，上游資本支出減弱導

致供需處於平衡敏感時期，超預期因數易發生。比如嘉能可關閉產能後鋅的行情，比如中國供給側改革基本金屬普漲行情，更比如共和黨執政對銅價的刺激。

因此在金屬價格底部的供需敏感時刻，更要關注向好因數：包括供給側改革深化、一帶一路和美國基建成為新需求。具體的供需資料在我們前幾期週報中均有詳細敘述。因此我們對於整體有色金屬價格持樂觀判斷，龍頭是銅。

此外，礦業股的國企改革預期將為板塊提供另一身“進攻鎧甲”。股份制改革根本考量在於改變經營體制和降低成本，對於上千億年收入而言，1-2 個點的毛利率提升對於企業盈利改觀明顯。

其他金屬方面，稀土板塊是近期熱議話題，2016 年最後一個月，打黑、收儲大概率落實，因此在價格底部，有反彈機會。

FED 議息會議臨近，當前一致預期偏向加息，但 2017 FED 加息表態尚未有一致預期。我們會緊密跟蹤。

風險提示：金屬價格下跌風險。

## 資訊科技服務：《“十三五”國家資訊化規劃》通過，資訊技術推動經濟升級和民生改善

12 月 7 日，國務院常務會議通過了《“十三五”國家資訊化規劃》。會議強調了加快資訊化發展，促進資源互聯集成和高效利用，以及提升產業數值、智慧化水準，萬眾創新，培育新動能。《規劃》是“十三五”規劃綱要和《國家資訊化發展戰略綱要》的進一步細化落實，從資訊化總體發展水準、資訊技術與產業、資訊基礎設施、資訊經濟、資訊服務 5 個方面確定了 17 項量化指標，重新構建了中國資訊化發展的量化指標體系。

我們認為，這個時間點《“十三五”國家資訊化規劃》的通過，是對未來資訊技術創新帶動經濟升級和民生改善的定調，網路經濟空間擴展和數位紅利充分釋放。智慧城市、網路生活，大資料在變現的同時，幻化出現代生活的資訊場景，這不僅需要硬體的突飛猛進，更需要軟體的反覆運算更新，電腦企業大有可為。

策略和方向：大資料、IT 安全、金融科技

(1) 《規劃》繼續確定了大資料作為基礎性戰略資源的意義，並明確加快推動政府資料資源分享，以及大資料在產業升級和社會創新發展中的應用。隨著資料維度的上升，大資料商用化價值也將逐漸提升。建議關注東方國信等。



(2) 雲計算、IT 安全高增長確定性較高。IaaS 層國產化運營成定局，看好浪潮資訊、博彥科技，移動端看好通鼎互聯。IT 安全明年政策催化更為明顯，此外雲安全、工控安全等新需求逐漸顯現，看好綠盟科技、啟明星辰等龍頭企業。

(3) 金融科技：互聯網金融的彈性在於政策，我們判斷政策底已經出現，明年預計有望趨暖。而從產業層面看資料量的積累、模型的完善、場景的豐富使得消費貸有望進入高增長，此外區塊鏈、生物識別等新技術應用前景廣闊。建議關注贏時勝、奧馬電器、二三四五、同花順、恒生電子等。

風險提示：相關落地低於預期，系統性風險。

## 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。