

債券

配置力量轉換，等待債市築底——11月債券託管資料點評

16年11月債券託管資料已公佈，中債登和上清所債券託管總量共計57.6萬億元，環比增加0.92萬億元，國債、地方債、政金債供給量回升，但同業存單供給大幅回落。通過分析11月託管資料，我們認為：配置力量轉換，等待債市築底。

1) 11月利率債供給增加，同存供給大幅回落。11月中債登和上清所託管量新增0.92萬億，增量環比上升4745億。利率債託管量回升，主因地方債託管新增4517億，而記帳式國債新增1684億，環比也增加1378.5億，政金債新增929億，增量由負轉正。信用債方面，短融超短融供給較上月回升，中票新增回落，而同業存單大幅負增，增量環比大減1143億元。

2) 廣義基金：贖回導致新增下滑，減持存單及政金債。11月廣義基金持倉量僅增加1207億，增量環比減少927億，其增量占機構總量的比例由上月51%下降到13%，與11月末基金大量贖回相關。券種方面，11月廣義基金減持政金債84億，增量由正轉負，較上月環比下降1052億；同時大幅減持同業存單1752億，增量環比下降1952億，信用債方面，11月廣義基金增持企業債，小幅增持中票、短融。

3) 商業銀行：接棒成增持主力，大行和中小行分化。11月商業銀行持倉量增加7862億，增量環比增加5738億元，其增量占機構總量的比例達到88%，取代廣義基金，成為11月份債券增持的絕對主力。分類型來看，11月全國性大行繼續承接大量地方債外，主要增持國債、短融超短融和商業銀行債，同時小額減持政金債，且由於資金面趨緊，大行減持存單幅度較大。城商農商行與大行配置行為分化，由於不需要被地方債擠佔配債額度，因此11月增持國債、政金債和大量同業存單，同時考慮到MPA考核和信用風險等，11月城商農商行減持各類信用債。

4) 保險大幅減倉，券商持倉量回升。11月保險債券持倉量負增1767億，負增規模較上月擴大1507億，成為主要的減持力量，除小幅增持國債和同業存單外，保險機構全面減持其他券種。而券商持倉量則增加316億元，增量由負轉正，主要增持國債和政金債，減持信用債。

5) 境外機構增持國債，外資行配置同存。11月人民幣雖對美元持續貶值，但較一籃子貨幣較為穩定，CFETS指數小幅上漲；此外，10月人民幣加入SDR，海外機構配置人民幣資產的需求仍在。11月境外機構新增持倉量157億元，環比基本持平，主要增持國債（187億），減持政金債（16億）；外資行新增持倉量30億，主要增持同業存單（39億）。

6) 配置力量轉換，等待債市築底。11 月資金面持續偏緊，債市大幅調整，機構持債轉換明顯：廣義基金受機構贖回和債市下跌影響，新增持倉明顯放緩；而商業銀行成為配置主力，增持利率債和短融類，城商農商行則大量增持同存。此外，11 月債市調整下，保險機構大幅減倉，券商持倉則有所增加。展望後市，貨幣政策緊平衡和年末臨近，短期流動性仍面臨考驗，我們認為 17 年 2 月後，資金面壓力或逐步緩解。短期債市震盪築底，仍需防範信用風險、金融去杠杆以及資金面波動帶來的衝擊。

策略

震盪階段的休整期，繼續韜光養晦

昨日市場大幅下跌，上證綜指跌 2.47%，創業板指大跌 5.5%，源於險資萬能險業務和舉牌行為監管從嚴政策密集出臺、短期資金面偏緊、解禁高峰來臨等因素。

短期維持月度策略《震盪階段的休整期》、最新週報《韜光養晦》觀點，險資監管從嚴政策密集出臺，疊加短期經濟資料偏弱、資金偏緊，市場進入休整期，性質上類似於今年 4 月中、去年 1 月，短期繼續韜光養晦。

中期維持年度策略《震盪市走向牛市》觀點，第一大類資產比較中股票占優，第二預計 17 年淨利潤同比 8%，結束 4 年的底部盤整，開始回升。第三改革和轉型望加速推升風險偏好。著眼中期，國改主線最確定，價值股為底倉，風格系統性變化火候未到，逐步精選真成長個股。

風險提示：系統性風險。

大市導航

公用事業：一網打盡股權激勵之財務概覽

上市公司的股權激勵常見的有限制性股票、股票期權及股票增值權三種形式。股票期權具有高風險高回報的特點，由於股票期權的行權價不允許在參考股價的基礎上進行折讓，期權的收益全部來自股價相對授予價格的溢價，因此激勵作用更為明顯。限制性股票需要被授予方支出現金購買股票，當股價下跌超過授予價格時，持有股票期權的員工沒有實際損失，但持有限制性股票的員工手上的股票會帶來真實的虧損，離開公司的機會成本更大，因此限制性股票更強調留人。股票增值權無需被授予方實際購買股票，不對公司股權進行稀釋，常見於現金流比較充裕的成熟期企業。

在激勵標的物的選擇中，限制性股票與期權為首要選擇。海通公用環保組股票池覆蓋的 138 家公司中，有 32 家企業曾經或現正推行股權激勵計畫，集中在水務、固廢和大氣等相對技術密集和管理密集的企業。

股權激勵的收益計算由授予價格和股票市價之間的差額決定。上市公司在股權激勵計畫草案公佈日，應當確定授予價格或授予價格的確定方法。限制性股票的授予價格可在參考股價上加以不多於 50% 的折讓，股票期權的授予價格不允許折讓。期權激勵中，高管和員工的收益等於行權日的股價減去期權的行權價。限制性股票激勵中，高管和員工的收益等於解鎖日股價減去授予價格。股票增值權激勵中，高管和員工的收益等於行權日的股票市價，減去授予日的授予價格。值得注意的是，期權激勵行權/限制性股票解鎖後，獲授予的員工何時出售手中的股票是員工自身的投資決策，因此，出售股票獲得的收益不屬於股權激勵的收益，而是員工本人的投資收益。

從高管收益的角度考慮，上市公司有動機在公告股權激勵之前壓低股價。從高管個稅繳納的角度考慮，上市公司有動機在行權日前後壓低股價，在禁售期後拉高股價賣出。股權激勵的行權價格確定過程中，存在獲授予員工和上市公司之間的利益博弈，也存在上市公司財務成本和獲授予員工個稅徵收基數之間的權衡取舍。無論上市公司選擇哪種股權激勵的形式，股權激勵的授予價格越低，股權激勵的公允價值就越高，相對應上市公司的財務成本越高，獲授予員工將來繳納個稅的基數越大。

限制性股票及股票期權帶來籌資性現金流流入，股票增值權帶來經營性現金流流出。股權激勵的成本在等待期內確認並進行攤銷，在股權激勵全部解鎖前的每個資產負債表日，按照授予日股權激勵的公允價值、當期的解鎖比例以及預計可解鎖的股權激勵數量的最佳估計數，將薪酬成本計入成本費用。股權激勵的成本在各個財報期間的波動可能較大，無法用當期成本預測下一期成本。此外，由於股權激勵的成本在等待期內均勻攤銷且分期解鎖，上市公司股權激勵的成本費用理論上逐年降低。

股權激勵對員工來說是薪金酬勞，需繳納個人所得稅。對公司來說是用人成本，可作為經營成本進行稅前扣除。股票期權和股票增值權的個稅繳納時間點是行權日，限制性股票的個稅繳納時間點是解鎖日。獲授予的員工在授予日沒有納稅義務，員工實際擁有確定價值的財產時，才需要納稅。上市公司在等待期內確認的股權激勵不得稅前扣除，只有在股權激勵計畫可行權後，才可以作為薪酬成本稅前扣除。

風險提示。政策風險、法律風險、現行會計準則及稅務法規不完善。

建材：2017 年年度策略報告：繁華落盡，靜待買點

水泥：基建需求回升難敵地產需求回落，2017 年景氣上行空間有限。

2016 年地產小週期復蘇，基建穩增長持續推進，水泥需求有所復蘇，1-10 月全國水泥產量約 19.91 億噸，同比增約 2.6%。新增產能總量繼續回落，1-11 月全國新增熟料產能約 2100 萬噸，約是 2015 年末產能的 1.2%。2016 年水泥供需邊際改善，價格、盈利修復超預期，全年行業盈利有望同比增長超過 50%。2017 年地產需求景氣繼續上行空間有限，基建需求能否支撐住總需求尚待觀察，水泥需求增速較 2016 年回落概率大；供給方面，產能預計仍有增量（3000-4000 萬噸熟料）；供需邊際走弱，預計 2017 年水泥景氣上行空間有限。建議關注水泥龍頭整合帶來的區域競爭格局改善以及企業國際化佈局。

玻璃：地產調控及產能複產加速背景下，2017 年景氣承壓。

2015 年開始玻璃行業經歷長期虧損後產能收縮加快，去產能趨勢延續至 2016 年 5 月；2016 年地產需求景氣復蘇，供需邊際偏緊推動行業持續降庫存，價格提漲、盈利水準創近幾年新高。2017 年玻璃需求展望因缺乏基建支撐弱於水泥，同時今年的高盈利景氣驅動複產熱情萌發、新增/複產產能較多，預計 2017 年行業景氣承壓。建議關注行業龍頭走向下游深加工、降低自身週期性的努力。

玻璃纖維：看好製品環節。

玻纖紗、製品及複合材料產業鏈長，契合低碳、環保、輕量化的產業趨勢，應用領域、細分品種眾多，需求並非嚴重依賴於地產。上游玻纖紗週期性較強，2017 年需求回歸穩態、景氣需觀察新增產能投放進展；中下游的製品及複合材料領域週期性相對較弱，新應用、品類繁多，優質企業多元化可實現成長。

投資主線：精選新材料成長標的，消費類建材靜待買點，關注轉型、國企改革。

精選新材料成長標的：長海股份、再升科技。從產業發展趨勢、企業主導產品份額提升、新產品開拓、資本運作能力等方面來看，我們持續看好新材料領域上市龍頭企業的長期成長。前者主攻破纖多元應用，下游應用中汽車及交通工具輕量化、電子、建築、基建均有，並非完全受制於地產需求；後者主攻微纖維多元應用，主導產品下游應用為半導體、電子、手術室等精密工業空氣潔淨，離地產產業鏈更遠。

消費類建材長期成長邏輯順暢，靜待估值合理之買點。今年地產景氣復蘇，東方雨虹、偉星新材、兔寶寶等消費類建材龍頭業績、估值雙提升，短期來看國慶日後估值受地產調控壓制，長期“大行業、小龍頭”市占率的成長邏輯依然成立（消費類建材資訊不對稱程度高，龍頭企業可樹立管道、品牌護城河），靜待估值合理之買點。

關注轉型、國企改革。大部分傳統建材企業主業發展前景疲弱，轉型將是民企突破必由之路，建議關注金圓股份、韓建河山等。國企方面，建材 2 大央企集團已公告合併，建議關注旗下重疊資產整合、資本運作預期。

風險提示：地產、基建投資增速超預期下滑；上游原材料價格超預期上漲。

石油化工：關注甲醇價格上漲的投資機會

甲醇價格上漲，價差擴大。自今年 10 月份以來，甲醇華東平均價從 1903 元/噸上漲至 2771 元/噸，漲幅達 45.6%（上漲 868 元/噸）；甲醇-1.5*無煙煤價差從 883 元/噸擴大至 1421 元/噸，漲幅達 60.9%（擴大 538 元/噸）。

原材料成本上升是推升甲醇價格上漲的重要原因之一。2016 年我國甲醇總產能為 7391 萬噸，其中煤制甲醇占比達 71%，因此煤炭價格對甲醇價格具有較大影響。今年 10 月份以來，無煙煤華中平均價從 680 元/噸上漲至 900 元/噸，漲幅達 32.4%（上漲 220 元/噸），煤炭價格上漲是推升甲醇價格上漲的重要原因之一。此外，中石油自 11 月 20 日開始上調非居民天然氣價格 10%~20%，氣頭甲醇原材料成本上升也是甲醇價格的推動力。甲醇裝置檢修、低負荷運行導致貨源偏緊。今年 10 月份以來甲醇裝置檢修較多，江蘇恒盛 30 萬噸、陝西神木 40 萬噸、國電英力特 50 萬噸等甲醇裝置均有過停車檢修。此外，部分甲醇裝置維持低負荷運行：重慶萬盛 85 萬噸煤制甲醇裝置開工率僅為 3 成，雲南雲維 50 萬噸焦爐氣制甲醇裝置開工率僅為 2 成。甲醇裝置停車檢修及低負荷運行導致貨源偏緊。

下游需求同比有所改善。今年以來我國甲醇需求有所增長，前 10 個月表觀消費量為 4264.39 萬噸，同比增長 14.9%。10 月份我國甲醇產量為 362.39 萬噸，同比增長 6.9%；表觀消費量為 420.58 萬噸，同比增長 7.5%，下游需求同比有所改善。

重點關注上市公司。甲醇價格上漲，價差擴大有助於甲醇生產企業盈利改善，建議關注新奧股份、廣匯能源、赤天化等。

新奧股份：（1）參股澳洲 Santos 油氣田，油價反彈業績彈性大增；（2）LNG 產業鏈佈局完整，受益於天然氣行業快速發展。

風險提示：甲醇價格下跌、原材料價格上漲等。

有色金屬：有色金屬行業觀點

1. 鈷：國際市場帶動國內市場持續上漲，後市看好。國際鈷市場受來自超級合金的需求強勁的影響，價格持續上漲，國產金屬鈷價格受國際價格上漲及人民幣匯率走低影響也持續上漲，新能源汽車和電子消費品需求增長帶來的金屬鈷供應缺口依然存在，後市看好。
2. 稀土：12 月以來稀土價格上漲，長短期均看好。
3. 鋰：價格小幅上漲。12 月以來鋰價小幅上漲。截至 2016 年 12 月 9 日，工業級碳酸鋰價格為 11.65 萬元/噸，電池級碳酸鋰價格 13.08 萬元/噸。受季節影響，碳酸鋰量產走低，廠商心態走好，價格走高。
4. 鋁合金：遼寧忠旺集團看好鋁合金油罐車發展。在歐美發達國家，鋁合金油罐車已替代碳鋼罐車成為主流選擇。遼寧忠旺集團看好鋁合金油罐車在中國市場的應用前景，並開始佈局。
5. 鎂：價格小幅下跌。12 月以來鎂價小幅下跌。根據百川資訊報價，截止到 2016 年 12 月 9 日，鎂價格 1.66 萬元/噸，鎂粉價格 1.75 萬元/噸，鎂合金錠價格 1.81 萬元/噸。鎂價小幅下降，主要是由於下游需求一般，部分廠商庫存壓力較大。
6. 鉑金：價格觸及新底後反彈。在美元走強及黃金下滑影響下，11 月底鉑價連續走低。12 月初美元走軟，鉑價從低谷反彈。截止到 2016 年 12 月 9 日，鉑金價格 222.93 元/克。

風險提示：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。