

宏觀

工業低位企穩，投資增速回落——11月工業、投資、消費資料點評

- 1) 工業低位企穩。11月工業增加值同比增速微幅回升至6.2%，季調環比增速升至0.51%，11月主要工業品產量增速漲跌互現，粗鋼、水泥、乙烯升，有色、汽車降，低基數效應消退令發電量增速回落至7.0%。11月終端需求地產降、汽車平，外需改善但依然承壓，而12月上旬發電耗煤增速大幅回落至3.3%，均意味著後續工業生產或逐漸降溫。
- 2) 投資增速回落。11月固定資產投資當月同比增速回落至8.3%，民間投資增速降至5.2%。三大類投資中，製造業投資反彈，基建投資繼續下降，地產投資大幅回落至5.6%。展望未來，今年地產銷量增速走勢整體呈“M”型，因而地產投資增速或短期反彈但長期趨降。減稅降費、價格反彈帶來的盈利改善令製造業投資增速反彈，但去產能或令反彈力度較弱。而財政收支矛盾凸顯或令基建投資後繼乏力。
- 3) 地產需求轉差。11月全國商品房銷售面積當月同比增速由10月的26.4%暴跌至7.9%。而從高頻資料看，一線及主要二線城市地產銷量增速已在10月下旬由正轉負，11月更是跌幅擴大。11月土地購置面積同比增速由負轉正至6.2%，房地產商資金狀況改善、拿地意願回升。但11月新開工面積增速大跌至3.3%，終端需求走弱、三四線城市地產庫存偏高、已開工未竣工面積依然高企，令地產新開工面積增速再度回落。
- 4) 消費增速反彈。11月社消名義增速顯著回升至10.8%，實際增速小幅回升至9.2%，實際增速反彈力度不及名義增速，印證消費品價格明顯上升。分項來看，衣、食、日用品等必需品保持穩定，可選品表現亮眼，汽車、通訊器材、石油製品、家電同比均上升。但未來汽車低基數效應減退，而地產相關的傢俱、建材類已現回落，反彈持續性仍待觀察。
- 5) 下行壓力仍大。11月工業增速低位企穩，商品價格大漲推動庫存週期回補和外需改善是主要貢獻。但11月投資增速已再度回落，而12月以來主要26城地產銷量同比增速-14.8%、依然為負，六大發電集團耗煤同比增速繼續下滑至3.3%，均意味著12月終端需求和工業生產起步不佳。展望17年，地產和汽車兩大需求均有較大下行風險，而去全球化使得外貿存壓，因而經濟下行壓力仍將逐步顯現。預測4季度GDP增速微降至6.6%，17年全年GDP增速降至6.3%。

策略

如何買大小——市場風格探討

1) 回顧：大小風格一年一切換。A 股市場上 93-01 年小市值公司相對占優，02-07 年大市值公司相對占優，08 年以來小市值公司再次占優。風格指數 2000 年開始編制，小盤指數、大盤指數的相對走勢與上述結論一致。中長期看，A 股大小盤風格輪換存在長週期特徵，一種風格持續時間 6-10 年。從每十年一輪的產業週期看，中期風格切換契合產業結構變遷。短期看，市場大小風格一年一切換。08 年以來市場，很有意思的現象是，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小盤成長，基本上是一年一變，輪番領頭。

2) 流動性鬆緊決定風格嗎？流動性鬆緊對風格影響不大，對整體行情影響更直接。對比中小板指/上證 50&中證 100 和基準利率走勢，可見流動性鬆緊對風格大小影響不顯著。動性鬆緊對風格影響較小，對市場整體影響更直接，如 11 年初流動性收緊市場大小齊跌，而 14 年底降准降息後市場大小均漲。

3) 經濟基本面決定風格嗎？經濟基本面對風格有一定的影響，經濟資料好轉時利於大盤價值股。由於金融和週期行業與經濟週期密切相關，在宏觀經濟改善時金融和週期行業業績更佳，以上證 50 和中證 100 為代表的大盤價值更強勢。當然，大盤價值占優與經濟資料改善並非完全對應，其他因素也可能驅動大盤價值股行情，如 14 年底券商引領大盤價值行情。

4) 相對估值高低決定風格嗎？小盤成長相對大盤價值長期享有溢價估值，進入 2010s 時代後，小盤成長相對估值系統性提升。雖然小盤成長相對估值中樞提升，但若相對估值遠偏離階段性中樞，則較易促成風格轉變。

5) 機構持倉結構決定風格嗎？基金配置結構對風格影響明顯。整體上，機構超配板塊繼續加倉空間小，後續表現恐疲軟，而機構低配板塊後續博弈空間大，表現更易超預期，過去幾年風格變化與機構配置結構變化均有關係。

6) 政策事件對風格影響大嗎？風格持續分化較久後，市場具備風格轉變的基石，而政策事件則更易成為風格轉變的催化劑。如 12 年 12 月大盤價值突然爆發的催化劑是十八大會議召開，市場對改革預期升溫。

7) 2017 年風格猜想：小盤成長占優嗎？對比 13 年來基金持倉，中小創占比處於中高水準、TMT 中等水準。相對估值來看，中小盤成長相對大盤價值基本已回到 2013 年上半年水準。風格轉換在積蓄力量中。綜上所述，流動性本身就風格影響就不大，經濟基本面短期沒有明顯變化，機構配置、相對估值、事件催化對短期風格影響更明顯。中小創代表的小盤成長，在機構配置和相對估值方面都有所改善，為下一步風格變化提供了條件，但數值的偏離還沒到很有吸引力的程度，力量還需積蓄。此外，從事件催化來看，還需要等待新的信號，年報和一季報數據可能是其中之一，時間點上還需要等到 17 年 3-4 月才逐步明朗，而且，從市場的

邊際資金來看，短期新增資金仍是銀行理財、保險等配置型資金，他們更偏好業績較好、現金流充沛的大盤價值股。風險提示：系統性風險。

大市導航

保險：監管思路明確，萬能險無序發展時代結束——詳解萬能險與險資舉牌的前世今生

險資舉牌潮始於 2015 年下半年，主要標的是估值低、分紅好、股息率高、ROE 高的上市公司。1) 2015 年 7 月開始，保險公司開始大規模舉牌上市公司，相繼有近 10 家險企參與舉牌近 50 家上市公司。其中以寶能系（前海人壽）、安邦系、恒大系的舉牌頻率和活躍程度最高。但 2016 年下半年險資舉牌頻率顯著低於 2015 年同期。2) 舉牌標的特徵上，險資偏好於估值較低、股息率和 ROE 較高、現金流穩定、股權分散的上市公司，同時偏好已經持有或重倉的股票。行業選擇上，保險公司對銀行、地產行業、商貿行業的配置力度最高。

險資舉牌的原因包括利差損壓力下的風險偏好提升，以及“長期股權投資——權益法”核算下的投資收益、利潤和償付能力提升。1) 保險公司舉牌盈利穩定的高 ROE 上市公司後，可以應用“長期股權投資-權益法”進行核算，從而通過分享被投資公司的經營業績顯著提升投資收益和當期利潤，且利潤不受股價波動和分紅水準的影響。2) 長期股權投資（合營、聯營企業）的權益價格風險因數僅為 0.15，顯著低於上市普通股票。因此舉牌後的長期股權投資，能夠減少最低資本，從而提升保險公司的償付能力充足率。

險資舉牌的來源是 2015-2016 年 1 季度萬能險的無序增長。2015 年和 2016 年 1 季度是萬能險的無序增長期。2016 年 1 季度萬能險銷售 5969 億元，同比大幅增長 214%，占人身險規模保費的比例提升至 38%。安邦、前海、華夏、生命等非上市公司將萬能險作為快速提升保費規模、搶佔市場份額的“低成本”融資工具，“萬能險+股權投資”的“資產驅動負債”模式從根本上催生了大規模舉牌行為，同時可能會帶來流動性、短錢長配、利益輸送等風險。

2016 年 2 季度開始保監會加強監管，萬能險保費年累計增速大幅下降，從源頭上抑制了險資舉牌潮。受 2016 年 3 月和 9 月兩次嚴格的監管政策和一系列監管措施影響，2016 年 2 季度以來保戶投資款新增交費（萬能險為主）年累計增速逐月下滑，從 3 月的 214% 快速下降至 10 月的 74%。萬能險無序增長的態勢已經得到了徹底遏制，從而從源頭上抑制住了險資舉牌潮。僅安邦人壽、和諧健康、恒大人壽等由於資本實力較強，萬能險增長依然較快，因此我們一直判斷只有少數幾家保險公司存在舉牌的能力和意願，舉牌的次數將遠遠少於 2015 年底。

近日保監會採取了叫停前海人壽萬能險新業務，暫停恒大人壽委託股票投資業務等新舉措，從負債端和資產端同時加強監管。保監會在負債端嚴格執行 3 月和 9 月的監管新政，嚴格限制萬能險等中

短存續期業務規模；同時，在資產端嚴格限制或短期禁止保險公司的舉牌行為及不合規的股票投資行為。

險資舉牌和萬能險監管趨嚴有利於行業整體轉型和上市保險公司強化競爭優勢。市場對於利差收窄和業績下滑風險已經充分反應，近期市場利率回暖，且放開滬港通、私募基金等投資範圍，邊際預期好轉。目前四家上市公司股價對應 16PEV 僅 1 倍，具有較高安全邊際，推薦新華保險和中國人壽。

不確定性因素。權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

鋼鐵：短期繼續看漲

- 1) 盈利逐步改善。前期鋼價上漲近千元，但由於原料上漲，使得 80%左右的產品盈利能力反而走弱。最近半個月燃料價格止步，鋼價繼續上漲，盈利短期改善較為明顯，預計仍可持續一些時日。
- 2) 供給側改革往縱深推進，地方更樂於鋼價上漲企業盈利稅收增加。過去三個月鋼價雖然上漲，但鋼材盈利能力止步，主要是用來消化成本，即便如此，鋼鐵股價也一路上行，顯示市場對供給側改革的預期更為堅定。目前各種措施不斷強化，各地淘汰的產能越來越高，預計板塊也會繼續走強。
- 3) 明年看淡。如果看到明年，我們認為情況可能會弱化，主要是需求下降，出口不能指望多少增長，庫存需求也不會較多釋放。
- 4) 建議關注新興鑄管、寶鋼股份、永興特鋼。

風險提示。政策性風險。

石油化工：我們預計 2017 年油價同比上漲 20-30%

- 1) 全球石油公司資本支出連續兩年下降將影響原油供應。2015 年上游資本支出下降 24%，2016 資本支出預計降幅在 20%以上，上游投入連續下降將從 2017 年下半年開始影響原油產量。
- 2) OPEC 限產。11 月底，OPEC 達成限產協定，擬減產 120 萬桶/天，此外非 OPEC 國家也有望減產 60 萬桶/日，原油供應將下降。
- 3) 剩餘產能大幅下降。目前 OPEC 剩餘產能 1.7 億噸，較 2015 年下降 40%以上。在需求穩定、供應下降的背景下，油價有望震盪上行。
- 4) 油價上行關注的投資機會：通源石油（小市值民營油服）；洲際油氣（通過增發並購油氣區塊，油氣產量大幅提升）；桐昆股份（滌綸龍頭，油價反彈業績彈性大）。

風險提示：油價大幅波動、改革不及預期。

農業：中央重申農業供給側改革，相關個股迎主題投資機會

- 1) 12月9日，中共中央政治局召開會議，分析研究2017年經濟工作。其中重點提到“要積極推進農業供給側結構性改革”。
- 2) 2016年一號文件首次提出“農業供給側結構性改革”，一年來成果顯著，玉米種植面積大幅調減、臨儲政策取消，農村土地流轉加快推進，轉基因商用提上日程。我們認為2017年改革的重點或將繼續集中在糧食價格機制形成、土地流轉等方面。
- 3) 主糧中玉米為供給調節重點，預計未來去庫存和調減種植面積將繼續推進，玉米價格或將迎來上漲，重點關注玉米種子龍頭登海種業，同時關注種業國家隊隆平高科。
- 4) 農墾由於土地資源集中，將在加快土地流轉過程中顯著受益，此外農墾改革將聚焦政企分離、土地資源注入、種植效率提升等方面，對企業形成長期利好，重點關注北大荒、海南橡膠、亞盛集團、象嶼股份。

風險提示：政策推進不達預期。

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。