

2016年12月15日

銷售部 - 投資策略

宏觀

政治局會議：三個問題和五個信號

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。本次政治局會議與以往有何不同？釋放了什麼信號？本報告將做詳細研究。

12月初政治局會議：前瞻17年經濟工作。十八屆中央政治局共召開48次會議，兩類會議與經濟工作相關。一是4月底、7月底、10月底會議，旨在研究當前經濟形勢和經濟工作，近幾年來此類會議召開頻率逐漸上升。二是12月初會議，旨在分析研究下一年度經濟工作，被看作是其前瞻指引。

三大問題仍待解決：

一是產能過剩仍待化解：產能過剩導致13-15年產能利用率持續下滑，16年上半年雖略有反彈但依然偏低。16年鋼鐵、煤炭行業領銜去產能，前7月進度偏慢，8、9月發力，但供給急劇收縮導致價格飆漲、粗鋼產量反而創出歷史新高。未來去產能任務依然艱巨。

二是金融風險仍需防範：過去幾年的貨幣超發和今年上半年的財政貨幣刺激，雖然成功穩住增長，但代價是居民和政府部門債務杠杆的大幅上升。而房價和以煤、鋼為代表的工業品價格均大幅飆升，通脹顯著反彈。而10月底政治局會議也把“抑制資產泡沫、防範金融風險”作為未來首要目標。

三是區域困難仍待紓解：投資驅動的增長模式漸入尾聲，依託資源和傳統工業的東北、華北各省經濟增長動能普遍不足。11月國務院已發佈新一輪東北振興戰略，深化東北地區國有企業改革專項工作方案或將在16年底前出臺。

五大信號值得重視：

淡化經濟增長：今年未再提“保持經濟運行在合理區間”，意味著17年經濟增長目標將進一步下調或淡化。一方面前三個季度穩增長政策效果顯現，穩增長已非當務之急，另一方面穩增長的副作用也開始顯現，主要表現為金融風險。因而17年經濟品質優先或取代數量優先，改革轉型或成為政策主線。

深化供給改革：定調17年“推進供給側結構性改革的深化之年”，強調“堅持以推進供給側結構性改革為主線”，意味著17年供給側改革將推向縱深。一方面“三去一降一補”五大任務將步入深水區；另一方面重點提及推進農業供給側改革，主要包括去庫存、降成本、補短板三個方面。

保持社會穩定：闡述“穩中求進”中，“穩”的落腳點是保持社會穩定，具體兩層含義。一是加大力度保障民生，包括加大就業、教育、醫療、社保、環保、食品安全等領域的公共投入。二是穩定各類資產價格，意味著17年貨幣政策應保持中性而不致收緊。

振興實體經濟：今年會議強調要“振興實體經濟”，這在去年並未提及。“振興實體經濟”對應資金“脫虛入實”，下半年以來金融監管加強，未來金融去杠杆政策料將繼續。而從 10 月底會議表述看，“振興實體經濟”落腳點或為落實減稅降費、保證公共支出，這意味著 17 年財政政策目標或更為積極。

地產健康發展長效機制：今年會議對地產定調“加快研究建立符合國情、適應市場規律的房地產平穩健康發展長效機制”，與去年截然不同。這意味著居民加杠杆買房從而降低地產庫存的模式料難持續。新一輪樓市限購限貸政策在“十一”期間密集出臺。從 10 月下旬開始，主要城市地產銷量增速已經全部轉負，11 月則繼續下降。17 年對地產投機需求或繼續嚴控，這意味著 17 年地產銷售、投資增速可能會再次轉負，從而拖累總需求再度下滑。

社融信貸回升，貨幣依然偏緊——11 月金融資料點評

12 月 14 日央行公佈 2016 年 11 月金融統計資料：11 月新增社融 1.74 萬億，環比接近翻倍，同比多增 7111 億；M2 增速由上月 11.6% 回落至 11.4%；當月金融機構貸款增加 7946 億，環比多增 1433 億，同比多增 857 億。我們的觀點是：社融信貸回升，貨幣依然偏緊。

新增社融大幅回升。11 月新增社融總量 1.74 萬億，環比接近翻倍，同比多增 7111 億。其中對實體貸款新增 8463 億，環比多增 2453 億，但同比小幅回落；11 月表外融資大幅回升超預期，新增委託信託貸款 3619 億，環比均大幅增長，未貼現匯票由減轉增 1173 億。表外融資大增是本月社融大超預期的主要原因。

房貸再度高增，但後繼乏力。11 月新增金融機構貸款 7946 億，環比多增 1433 億，同比多增 857 億。其中居民中長貸依然高增 5692 億，反映前期地產銷售火熱的滯後影響，但 11 月房地產銷售端大幅回落、貸款政策趨嚴，未來會拖累房貸增長；非居民中長貸增加 2018 億，環比均有所回升，印證經濟短期企穩，提升企業投資意願，但可持續性存疑。

M2 增速回落，M1 仍在高位。儘管社融信貸大幅回升，但 11 月 M2 同比由上月的 11.6% 降至 11.4%，主因人民幣貶值壓力致外占大降，疊加去年同期基數大幅走高。另外，年末考核、貨幣趨緊導致 11 月非銀存款大降。11 月 M1 增速繼續回落至 22.7%，仍在高位，但隨著地產銷售繼續降溫、資金偏緊，M1 增速或繼續回落。

貨幣依然偏緊。11 月通脹繼續反彈，商品漲價疊加春節因素，短期通脹仍有上行壓力；本周美聯儲加息已箭在弦上，11 月外儲降幅創年內次高，匯率貶值壓力未消；房價高企、資產泡沫仍大，央行更加注重防風險，意味著貨幣仍將保持偏緊狀態。

策略

從規劃期到實效期——“一帶一路” 2.0 系列（1）

新時代全面對外開放的國家戰略。作為中國最高領導人主推的重大政策舉措，“一帶一路”是中國新時期全方位擴大開放戰略的重要組成部分。“一帶一路”沿線地區潛在市場規模較大，與我國經濟高度互補，具有

廣闊的投資與貿易前景。“一帶一路”建設對我國的油氣產業鏈、電網設備、建築工程、高端裝備等領域出口都有較強帶動作用。2015年，中國同“一帶一路”參與國雙邊貿易額接近1萬億美元，占中國外貿總額的25%。政策不斷發力推動“一帶一路”建設。在8月17日在召開的“一帶一路”建設工作座談會中，習主席提出了對“一帶一路”建設的8項要求，並且要求“以釘釘子精神抓下去，一步一步把‘一帶一路’建設推向前進”。在12月9日召開的中央政治局會議中也提出，“明年要扎實推進‘一帶一路’建設，完善法治建設，改善投資環境，釋放消費潛力，擴大開放領域，積極吸引外資”。

“一帶一路”三周年，紅利加速釋放。近三年來，“一帶一路”建設已取得豐碩成果，截至2015年，在對外工程承包業務方面，我國企業在“一帶一路”沿線相關60個國家新簽對外承包工程項目3987份，新簽合同額926億美元，占我國對外承包工程新簽合同額的44%；在對外直接投資方面，中國對“一帶一路”相關49個國家的直接投資達到148.2億美元，同比增長18.2%，占中國對外投資總額的12.6%。國際形勢有利於“一帶一路”戰略推進。特朗普贏得美國大選成為新一任總統，其在競選時主張外交方面減少干涉他國內部事務，減少軍費和國際事務開支，專注解決國內經濟問題，並且在11月21日也公佈了其上任百日之內將推出的政策，其中包括發佈退出跨太平洋夥伴關係協定（TPP）的意向聲明。美國海外戰略或將收縮，將為中國“一帶一路”戰略推行留出更多國際空間。我國企業正在積極參與“一帶一路”沿線國家的各類工程建設專案，其中建築工程類央企起到了重要的帶頭作用。從2013年以來，大型工程類央企海外新簽合同占比、海外營收占比大幅提高。從2012-2015年，中國交建、葛洲壩、中國建築、中國中鐵、中國電建等央企海外營收複合增速分別為25%、19%、19%、17%、17%。2016年1-9月，這些企業海外新簽合同占比分別為27%、36.7%、7.2%、7.4%、33%。同時，人民幣貶值也利好國際工程類公司。

“一帶一路”進入業績驅動階段。從2013年9月至2015年上半年，是“一帶一路”政策密集落地期，一帶一路指數/上證綜指從2013年9月的0.46上升至2015年5月最高的0.67。而從2015年5月至2016年上半年，政策重心轉向穩增長、供給側改革，隨著“一帶一路”政策力度減弱，一帶一路指數也開始回檔，一帶一路指數/上證綜指從最高0.67再次回落至0.5，由政策驅動的“一帶一路”1.0階段已經結束。而從2016年8月17日“一帶一路”建設座談會召開以來，一帶一路指數再次上漲，這一輪指數上漲動力源於“一帶一路”相關的建築工程公司三季報業績穩健增長，且海外新簽訂單同樣持續高增長，同時政策再發力和險資舉牌也成為板塊上漲的催化劑，“一帶一路”行情開始進入業績驅動的2.0階段。“一帶一路”成為推動國內企業出海的重要力量，具體受益公司如洲際油氣、通源石油、中鋼國際、中國電建、中國建築、中工國際、烽火通信、中興通訊、海能達、中國鐵建、中國中車、中國中鐵等。

風險提示：國內經濟大幅波動的風險，海外經濟體出現金融危機的風險。

大市導航

食品：華潤試水收購東歐啤酒資產雖未成，未來存在外延收購預期

日本的朝日啤酒集團（Asahi Group Holdings Ltd.）以73億歐元（約合534.68億元人民幣）收購百威英博（Anheuser Busch Inbev）的東歐啤酒品牌。朝日啤酒擊敗了眾多對手中，包括華潤啤酒。本次交易標的包括捷克Pilsner Urquell、匈牙利的Dreher、羅馬尼亞的Ursus以及波蘭的Tyskie和Lech等五個東歐國家的啤酒品牌。在百威英博與薩博米勒10月完成並購後，百威英博掛牌出售上述資產，作為與歐洲監管機構達成協議

的條件。五個東歐國家的啤酒品牌市占率和淨利率都較高。我們認為華潤競價歐洲五品牌凸顯了華潤的兩點原因：

- 1) 在整體啤酒行業市場達到穩定之後，華潤啤酒意圖通過外延收購獲取增長。在試水東歐資產暫時失敗後，其謀求國內資產擴張的需求更甚。
- 2) 在推廣高端產品方面，自身雪花臉譜系列之外，通過外延收購尋求海外標的。我們認為此次收購，更多的是華潤的一次試水行為，因這五大品牌並非世界知名的高端品牌，此舉更多的是為之後的海外擴張進行的一種嘗試。

並購 SAB 米勒後，百威啤酒總市值 1700 億美元，對應的噸酒市值 24000 元/噸，而大中華區 5 家啤酒企業噸酒市值僅 4700 元/噸，提升空間巨大。從總銷量來看，百威 15 年的總銷量是 4750 萬噸，而大中華區 5 家啤酒企業銷量 2550 萬噸，銷量是百威的一半，但 5 家市值僅是百威的十分之一左右。

我們維持前期觀點，認為啤酒行業十年來盈利狀況拐點式變化未變。主要原因：一是啤酒消費進入成熟期，龍頭企業低價爭搶份額已不合時宜，“求份額”轉向“齊升級”將成為趨勢；二是啤酒行業 CR5 接近 80%，競爭格局初步穩定；三是因為股權激勵、股東更換等原因，多數啤酒上市公司改善業績動力提升。給予啤酒行業“增持”評級。優先推薦躋身行業龍頭且淨利率提升空間較大的華潤啤酒，主業改善明顯的重慶啤酒以及有國企改革可能的燕京啤酒和珠江啤酒，同時建議關注青島啤酒。

風險提示：系統性風險。

化工：積極看好化肥板塊投資機會

積極看好化肥板塊投資機會：（1）受益煤炭價格上漲推動，尿素價格底部回升。疊加冬儲及明年春耕的需求旺季到來，下游經銷商和複合肥開啟補庫存需求，尿素行業回暖有望持續到明年 1 季度。相關標的：關注 PE 較低，具有成本優勢的華魯恒升；以及 PB 較低的魯西化工、湖北宜化。（2）近期複合肥下游經銷商逐步開始備貨，成交量有所放大，同時受成本端尿素價格上漲推動，複合肥價格近期開始上漲。關注相關標的：複合肥龍頭企業史坦萊、新洋豐。

風險提示：化肥價格下跌，宏觀經濟下行。

有色金屬：加息利空短期出盡在即，金價反彈可期黃金股表現亮眼

週報觀點：美加息後金價短期有望利空出盡，反彈在即。美 1 季度經濟環比回檔概率較大，1) 惡劣天氣影響，美冬季經濟習慣性下滑；2) 4 季度經濟走強，基數較大，1 季度環比走弱可能性較大。明年 1 季度連續加息概率較小，黃金利空短期出盡反彈可期。關注有新收購結果的銀泰資源，中長期關注山東黃金、中金黃金、盛達礦業、金貴銀業。

風險提示：宏觀經濟下行。

傳媒：體育行業——今年板塊走勢較弱，關注小市值體育標的觸底反彈預期

今年體育板塊走勢較弱，傳統體育大年並未點燃產業行情，大部分標的回檔幅度較大。部分標的市值已跌至較低水準，股價明顯處於底部位置，體育板塊整體彈性較強，關注小市值體育標的觸底反彈預期。堅定看好行業觀點，行業增速有望保持 30% 高增長，政策紅利不斷發酵，資產證券化提速，整體產業處於發展初期，重點關注彈性較大的核心產業（服務業）。體育板塊主抓兩大邏輯：1) 小市值外延拓展預期強，2) 產業龍頭，緊抓稀缺標的。標的推薦：雙象股份，星輝娛樂，雷曼股份，三夫戶外。

風險提示：政策性風險，系統性風險。

新能源板塊：國網發聲研究混改，國網系尾盤大幅拉升

12 月 14 日《人民日報》刊發國網董事長署名文章：《堅定不移加強企業黨建做強做優做大國家電網》，文中提出“國網要服務大局，始終成為貫徹執行黨中央決策部署的重要力量”。同時提出要解決的戰略問題包括：配合解決“棄水棄風棄光”問題；加快推進電力改革；探索發展混合所有制的途徑和方式；推進“一帶一路”，帶動高端電力裝備行業出海等。國網 2016 年中期更換領導班子，市場對其未來發展預期模糊。文章指明了國網未來幾年的主要發展目標，對新能源、電改、國企改革等板塊均形成利好。建議重點關注有國企改革預期的國網系公司，如國電南瑞、置信電氣、平高電氣、許繼電氣、涪陵電力等；中長期看，利用小時數提升對新能源運營商淨利潤拉動作用明顯，關注低估值的風電、光伏運營商，如金風科技等。

風險提示：宏觀經濟下行。

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。