

2016年12月16日

銷售部 - 投資策略

債券

非理性拋售債市超調，去杠杆利率先升後降—債市調整點評

①債市持續劇烈調整。昨日債市再度大幅調整，10年國債和國開活躍券收益率上行12bp和20bp至3.36%和3.89%；國債期貨幾近跌停，非銀機構融入資金困難，同業理財和存單利率也在近期明顯上行。

②多因素疊加導致大跌。一是美聯儲加息靴子雖落地，但17年預期加息3次，美元上漲加劇人民幣貶值壓力，而美債收益率上行對國內債市形成壓力；二是央行貨幣政策持續緊平衡，資金緊張導致債市去杠杆；三是短期經濟平穩、物價反彈，表外社融超增擠壓債市；疊加機構違約擔憂導致非理性拋售，短期利率明顯超調。

③高杠杆難承受高利率，去杠杆利率先升後降。美國利率上升得益於多年去杠杆降債務，我國當前經濟企穩源於居民和政府大幅舉債，當前全社會總負債接近GDP的230%，比去年末增加15%，日本經驗表明負債率越高能承受的利率越低。當前又進入去杠杆模式，初期會導致利率大幅上行衝擊債市，進而會導致信用收縮傳導至實體經濟，當經濟通脹再度回落時，利率有望重新下行。

④恐慌情緒或逐步緩解。央行OMO重新淨投放，並指導銀行向非銀拆出資金，助於緩解資金緊張，緩解短期恐慌情緒。但人民幣貶值+年末臨近，資金面仍面臨考驗，短期債市仍需熬過冬天，上調10年國債利率區間至3%-3.4%。

⑤耐心等待春天，明年仍有機會。當前對銀行表外理財業務監管趨嚴，而表內房貸趨降，資金回表將增加表內利率債的配置需求；17年經濟下行壓力仍大，去杠杆後債市仍有機會，但大的拐點需等待明年春節後資金面的改善。

風險提示：美國加息、通脹反彈、資金偏緊、機構大額贖回等。

大市導航

交通運輸：快遞行業跟蹤報告：估值泡沫隨調整消化，長期投資價值顯現

大幅調整基本到位，估值已具投資價值。自11月份以來，4家A股上市的快遞公司股價均出現大幅回檔，鼎泰新材/圓通速遞/艾迪西/新海股份股價較11月最高點時分別下調25%/37%/27%/20%。根據16年承諾業績計算PE分別為97/65/39/46倍，已逐步消化前期估值泡沫。

年末集中拿到上市批文，行業確定性進一步提升。除已上市的圓通外，順豐、申通和韻達分別於本月13日、13日和15日拿到上市批文，行業確定性進一步提升。根據已經披露的資料來看，圓通前3季度實現歸屬上

市公司股東淨利潤 9.76 億元，申通、韻達、順豐 16H1 分別實現淨利潤 6.09 億元、5.3 億元、17.5 億元。由於快遞行業的季節性特徵，按國家郵政局統計，15Q4 快遞業務量占全年業務總量的 33.7%，業務收入占全年的 32.2%。照此預計，圓通/申通/韻達/順豐全年淨利潤預計將分別達 14.5、13.6、11.9 和 39.2 億元。因此，我們預計，鼎泰新材/圓通速遞/艾迪西/新海股份 2016 年實際 PE 將為 54/49/33/44 倍，17 年 PE 將為 48/40/27/30 倍。2015 年快遞行業整體增速為 48%，預計未來 5 年快遞業務量增速年均將超 25%，快遞行業屬於明顯的高速成長型行業，按照目前的估值，已具備長期投資價值。

17 年是行業轉型關鍵年，量價齊升格局初步顯現。按照各家快遞公司披露的募集資金用途來看，除了傳統項目的提升外，它們均希望借用資本市場的融資功能提升資訊化和效率化。三家快遞公司均在資訊平臺的建設上投入了大量資金，此外運輸的效率化也是各大快遞公司重點升級目標。因此，我們認為 17 年各快遞公司的建設重點將是提升企業的資訊化和效率化，上市公司的競爭將從價格競爭轉向服務和差異化競爭，量價齊升格局初步顯現。

同時，各家快遞公司在產業鏈並購整合方面也將發力。11 月 7 日，圓通因涉及上下游並購事項停牌，擬收購一家全國排名前 5 的快運物流企業，雖然雙方未達成一致，但不會影響公司向上下游產業鏈延伸的決心。我們認為，17 年行業並購整合將是快遞上市公司爭奪的高地，這一預期不僅將利好快遞公司長期業績，而且對於企業估值也將產生良性影響。

投資建議：推薦快遞行業龍頭圓通速遞及具備顯著估值優勢的艾迪西。圓通速遞作為首家成功上市並作為唯一一家正式更名的快遞公司，各項轉型升級進度均領先行業，先是與中國聯通簽訂了戰略合作框架協議，後謀劃上下游整合。我們判斷，在持續謀劃上下游收購的同時，圓通將發力產品服務的差異化和多元化，作為快遞行業的龍頭，圓通將享受較高的估值溢價。

艾迪西作為 A 股估值最低的快遞上市公司，從 ROE、ROA 來看卻擁有行業最高的盈利能力，且業績與圓通差異不大。其國際化戰略處於行業領先水準，目前是中國首家擁有跨大洲全貨機包機的快遞公司。因此，我們認為申通未來估值修復預期較大。

風險提示：快遞需求增速不及預期。

汽車：【< 1.6L 購置稅 5%改為 7.5%】實為利好，明年增速 7%

1、財政部公告，17 年小排量車購置稅優惠改為 7.5%，我們認為大概率將照此執行。保證實現 17 年在今年高基數下的平穩增長。

2、我們一直強調 17 年經濟壓力大，汽車有望穩增長重點行業。關於政策影響，對比 10 年的經驗。09 年乘用車增速+53%，10 年延續慣性高達 33%。因此我們預估 17 年乘用車增速+7%，Q1 增速仍將超+10%

3、2016 年乘用車高增長，增量完全來自於三線以下城市和農村，“15 萬以下+SUV+豪華電子配置”仍將維持高景氣，自主崛起依然勢不可擋，推薦金馬股份、上汽集團、吉利汽車。

風險提示：汽車行業景氣度波動。

資訊服務：電腦估值和業績的匹配性研究：20、30 系列與 30、40 系列

尋找好方向低估值品種的投資機會。近期電腦板塊回檔較多，本已配置比例較低的電腦板塊再經過又一輪調整後，建議尋找好方向低估值品種將帶來投資機會。估值的進一步消化，為尋找電腦個股投資帶來機會。

估值和業績的匹配：20、30 與 30、40 系列。目前 17 年電腦整體平均估值已不到 40 倍，低於歷史 10 年平均，那麼一些符合產業大方向、真成長有業績的低估值品種其投資價值將逐漸顯現。對應目前股價，我們做了梳理：兩個系列，20、30 系列和 30、40 系列，即明年 30%增長 20 倍的公司和 40%增長 30 倍的公司。

30、40 系列：聚焦雲計算、IT 安全、大資料等領域。綠盟科技、啟明星辰、東方網力、超圖軟體、博彥科技、佳都科技、浪潮資訊、達實智慧、恒華科技、東方國信、銀信科技、飛利信等。梳理發現這些公司所處細分行業以雲計算、IT 安全/自主可控、以及大資料居多。

20、30 系列：聚焦于消費金融等領域。華宇軟體、新大陸、二三四五、網宿科技、潤和軟體、同花順、廣聯達、寶信軟體、聚龍股份等。梳理發現這些公司所處細分行業以金融科技類公司為主，包括金融 IT、消費金融、以及金融機具廠商的拓展。

風險提示：短期市場波動風險。

傳媒：2016 遊戲產業資料發佈，格局明朗，尋找確定性

2016 年中國遊戲實際銷售收入達 1655.7 億元（+17.7%），增長率有所放緩，其中移動遊戲市場銷售收入為 819.2 億元（+59.2%），占比首次超過用戶端遊戲市場，達到 49.5%；端遊市場收入為 582.5 億元（-4.8%）首次負增長。中國遊戲使用者規模達到 5.66 億人（+5.9%），行業人口紅利接近尾聲，進入存量經營時代。我們預判隨著行業集中度的提升，未來“大 IP+精品製作+研運一體”將成為行業發展趨勢；看好遊戲出海、電子競技、VR/AR 遊戲三個方向，“真成長+合理外延”仍是核心增長邏輯。推薦完美世界、凱撒文化、星輝娛樂、帝龍文化。

風險提示：政策審查風險；遊戲產品不及預期；行業增速進一步下滑。

石油化工：關注油價與改革的投資機會

油價：我們預計 2017 年原油均價上漲 20-30%。自 11 月 30 日 OPEC 達成限產協定以來原油價格上漲近 20%。雖然油價近期存在震盪可能性，但對於明年原油價格，我們相對樂觀。支持油價上行的理由：（1）OPEC、非 OPEC 均達成減產協定，2017 年 1 月起原油產量有望下降 180 萬桶/日（約占全球產量 2%）。（2）2015-16 年全球石油公司上游資本支出連續兩年下降。（3）OPEC 剩餘產能下降 40%。

關注油價上行背景下的投資機會。（1）油氣開採公司直接受益，洲際油氣、新潮能源、新奧股份、中天能源；（2）業績彈性大的石化公司。華錦股份、上海石化、桐昆股份、恒逸石化、東華能源、衛星石化等。

(3) 油服。通源石油、中海油服、石化油服等。(4) 煤化工。華魯恒升、丹化科技、神霧環保、三聚環保等。(5) 綜合油氣。中國石化、中國石油等。

中國石化出售管道公司股權。今年 8 月中石化公告稱擬出售旗下川氣東送天然氣管道公司 50% 股權。近日，中國人壽、國投交通擬分別以現金 200 億元和 28 億元認購天然氣管道公司 43.86%、6.14% 的股權。股權轉讓完成後，中國石化仍是天然氣管道公司第一大股東，持股比例為 50%。管道公司引入社會資本，表明公司混改在進一步推進中。中國石化改革加碼。繼中石化出售管道公司 50% 股權後，中石化銷售公司混改也有了新進展。據彭博報導，銷售公司考慮 2017 年 IPO，籌資 100 億美元。

增強改革執行力，做大做優國有企業。近期中石化董事長表示要加強改革執行力，做大做優國有企業。2014 年中石化銷售公司啟動混改；2015 年中石化完成了旗下油服業務、油田機械業務的平臺整合與上市；2016 年中石化天然氣管道公司引入社會資本。中石化銷售公司在完成引資及股份制改制後，期待後續改革的進一步深入。

專業化重組、平臺化整合。2016 年中國石油開始對旗下資產進行重組，工程建設、金融業務板塊有望實現整合重組並上市。我們認為做大做優國有企業的一個重要途徑就是資產證券化。對於“三桶油”而言，利用現有上市公司平臺，實現旗下資產的重組整合並上市將是重要途徑。

關注石化央企改革主線。“專業化重組、平臺化整合”將是石化央企改革的主要方向，建議關注石化央企旗下上市公司，如泰山石油、四川美豐、大慶華科、山東海化等。

重點關注上市公司。洲際油氣（純油氣開採，通過增發並購油氣產量有望大增）；通源石油（小市值民營油服，受益於國內葉岩氣及美國油氣開採力度加大）；中國石化（PB 估值低、業績彈性足、改革穩步推進）；桐昆股份（滌綸龍頭，業績彈性大）。此外我們還建議關注華錦股份（800 萬噸煉油，業績彈性最大的煉化公司）、泰山石油（中石化旗下加油站上市公司，期待改革進一步推進）；新奧股份（參股澳洲油氣田，受益於油價上漲；甲醇價格上漲推動業績提升）；海越股份（PDH 項目助推公司實現扭虧；受益於 2017 年油品升級）。

風險提示：油價回落、石化產品價差下降、改革不及預期等。

有色金屬：環保風暴：廣東地區大批錫相關企業停產

近期，環保風暴席捲廣東地區，潮汕、清遠、佛山南海等地成為“重災區”，據 SMM 網站報導，國家環保督察組及市環保局從上月下旬開始陸續進入廣東地區進行環保檢查，潮汕、清遠和南海等地區企業開始為期 1 個月的停產，當地錫相關冶煉、加工企業關停達 80%，市場熟悉的漢合錫業、粵成錫業均列入停產名單中，停產至少持續至本月底，一月份臨近過年，不少企業可能都會進入提前過年模式，近期的供應都會偏少。

目前國內錫供應持續吃緊，一來由於環保檢查影響，二來由於部分持貨商捂盤看漲。廣東地區大片企業因環保關停，江西地區部分企業因環檢和遷址等原因暫停生產，廣西的華錫因火災事故停產，而雲南地區部分企業也由於交割需求或庫存低的因素減少出貨量。據中國有色金屬工業協會統計，上述幾個省份（廣東，江西，廣西，雲南）2016 年 1-10 月份的錫精礦產量分別為 108 噸，4508 噸，16176 噸，39601 噸，合計 60393 噸，

占全國總產量 81288 噸的 74.30%，其中廣東省占比 0.13%，雖然占比較小，但隨著新一輪環保督查的席捲擴散，錫價有望得到一定的支撐。

風險提示：錫價波動風險，政策風險等。

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。