

2016年12月21日

銷售部 - 投資策略

債券

去杠杆防風險，債市熬冬待春——兼論債市見底將有哪些信號

近期債市繼續明顯調整

近期我國債市再度大幅調整，12月15日國債期貨兩度接近跌停，10年國債和國開達到今年年內高點。本週一，由於國海事件發酵，非銀機構資金緊張，收益率持續飆升，10年期國債和國開債利率又再創新高。

去杠杆、防風險：貨幣維持緊平衡

根據中央經濟工作會議定調，17年貨幣政策將比16年更為穩健；明年1季度MPA廣義信貸考核將正式納入表外理財，以引導金融機構加強對表外業務的風險管理。這意味著，去杠杆仍是當前貨幣政策的主要基調，貨幣政策的轉向可能需要基本面再度下行壓力很大時才能看到，短期內貨幣將維持緊平衡。

美國加息靴子落地，但上調明年預期

上周美聯儲加息落地，但17年預期加息次數達到3次，遠超此前市場預期，美元上漲加劇人民幣貶值壓力，疊加中美利差收窄，始終制約我國利率進一步下行。雖然美國經濟短期改善，但不少長期問題仍堆積，如果17年美國經濟重新下滑，那麼加息次數將少於3次。

經濟短期穩定，通脹風險仍存

短期固定資產投資平穩，11月CPI同比2.3%，PPI同比大幅回升至3.3%，工業品價格短期難以大幅回落，國際油價仍在高位，低基數效應下，後續通脹上行壓力不減。

13年去杠杆經驗：債市見底的三大信號

- 1) 從基本面來看，經濟回落風險逐漸增加，PPI環比或在17年1月份首次轉負，屆時通脹壓力有望緩解。
- 2) 每年12月會有超萬億財政存款投放，當月超儲率或大幅上升；而1月後，考慮到春節提現需求和換匯壓力，央行往往也會大筆投放資金；
- 3) 三是11月房價明顯回落，17年初投資將再度下行，這使得信貸等融資的需求下降，而對國債等安全資產的需求上升。

高杠杆難承受高利率，去杠杆利率先升後降

當前我國全社會總負債已接近GDP的230%，按照海外經驗，如果要降低我國全社會債務率，10年國債利率得在3%以下，否則債務增長會逐漸失控。去杠杆初期，利率大幅上行衝擊債市，但當經濟通脹再度回落時，我國利率有望重新下行。

熬過冬天，就是春天

經過調整，目前國債和國開期限利差已收窄至 15 年 3 月以來低位。短端利率高位源於匯率、央行政策及月末春節因素，後續看資金面仍將面臨波動，真正緩和或需等待春節之後，債市仍需熬過冬天，短期維持 10 年國債利率區間 3%-3.4%。

我們認為，17 年地產投資下滑，經濟下行壓力較大，通脹也將重新回落；去杠杆後的債市仍有機會，看好明年債市機會，堅定判斷 17 年 10 年期國債利率有望重回 3% 以下。

大市導航

傳媒：堅定看好：投資邏輯重構價值成長並重

板塊觸底，行業告別野蠻生長，產業升級是重點。2016 年板塊回檔幅度較大，但是文化傳媒行業的整體增速仍然強勁，同時泛娛樂與行銷板塊 2017 年估值已經較低，所以看好板塊。行業的擴張邏輯仍在，但告別之前的野蠻生長，收購更注重業績和佈局的並重，而非單純地強調格局。同時文化產業的轉型和升級在各個子領域都將有深刻的變化，關注政策觸底反彈對於板塊估值的提升。

影視板塊：重點關注成長股內容爆發及優質院線並購機遇。16 年預計票房 460-470 億之間，剔除票補因素外增速約 15%，票房增速放緩主要源於優質內容缺失以及 15 年高基數，從人均觀影次數、17 年片單、政策利空因素消化等我們判斷明年票房將好轉，院線並購加劇；資本層面估值回落、個股價格回落至相對底部。推薦：上海電影（並購預期）、慈文傳媒（內容龍頭）、長城影視（小市值）。

行銷板塊：具備低估值、有業績的維穩屬性。關注移動行銷類公司，從 16 年 1-9 月資料表明，影院、移動、樓宇電梯、廣播四大管道規模均保持增長，但傳統管道均出現下滑。未來認為整體受到宏觀經濟和板塊業務結構性調整雙重影響，移動和被動為核心，內容行銷是增量，技術行銷是方向。重點關注：1) 優質客戶資源：省廣股份；2) 新業務：思美傳媒、浙江富潤、利歐股份、龍韻股份。

遊戲台塊：端游頁遊增速趨穩，手遊依舊快速增長，VR/主機遊戲隨著消費級設備普及在逐步放量。國內市場集中度提升，擁有優質 IP 且具備研運一體的公司將擁有更多機會；同時海外市場業務拓展以及優質資產收購將成為新看點，未來將以“內生+外延”為核心，保持業績高增長；堅定看好遊戲出海、電競、VR/AR 遊戲三方向；重點推薦完美世界、中文傳媒、天神娛樂、帝龍文化。

傳統媒體：肩負轉型升級重任。傳統媒體的轉型和升級是國家支援以及各個企業亟需完成的使命。傳統媒體擁有政策紅利、資源優勢、現金流充裕的優勢。推薦轉型積極的公司，相關個股：皖新傳媒、新華文軒、湖北廣電、出版傳媒。

體育板塊：體育產業將迎來爆發期。預計行業增速超 30%，行業景氣度持續向好。政策扶持力度不斷加大，資本化進程提速，疊加消費水準提升，多重利好助力行業發展。看好體育核心產業（服務業），重點關注體育行銷、體育經紀，盈利模式清晰，且彈性大。選股雙邏輯：1) 細分產業龍頭，推薦雷曼股份、當代明誠、星輝娛樂。2) 小市值，外延預期強，推薦雙象股份、三夫戶外。

教育板塊：政策紅利將逐步體現。教育標的營利和增長較理想，新南洋、威創股份等業績突出；同時產業化率較低，隨著資本人才等不斷注入，行業整合能力將加強。建議積極佈局團隊整合能力強、業務內生成長性好標的，並關注轉型意願強個股。相關個股：勤上光電、新南洋、開元儀器、盛通股份、方直科技、世紀鼎利、威創股份。

風險提示。政策不確定性；個股收購低於預期。

石油化工：關注油品升級的投資機會

2017年起全國範圍油品升至國V標準。2016年2月17日國家發改委等11部委聯合發佈《關於進一步推進成品油品質升級及加強市場管理的通知》（發改能源【2016】349號）。為了加快成品油品質升級，通知規定自2016年1月1日起東部地區11省市全面供應國V標準車用汽油、柴油；自2017年1月1日起全國全面供應符合國V標準的車用汽油、柴油，同時停止國內銷售低於國V標準車用汽、柴油。

加強煉廠品質升級和生產監管。《通知》還提出中央及地方煉油企業必須嚴格按照國家相關政策時限要求實施油品升級；必須依據國家現行品質標準組織成品油生產，未取得工業產品許可證、不符合現行國家標準的成品油產品不得出廠。

汽油品質升級最主要是硫含量的降低。汽油中的含有的硫化物在發動機中燃燒時，以硫的氧化物SO_x形式排入大氣，造成酸雨的前身物。降低汽油中的硫含量可以減少尾氣中易揮發的有機物（VOC）、CO和NO_x的排放量。此外，汽油硫含量高，汽車尾氣催化轉化器的壽命要縮短，性能變差。隨著我國油品排放標準的提升，汽車尾氣中的硫含量將不斷下降，從而有助於減少空氣污染。從汽油國四標準到國五標準，對汽油中硫含量的限制由不超過50ppm下降到不超過10ppm。

三桶油加快煉廠油品升級步伐。針對國家油品升級的政策要求，三桶油陸續實施多個國V油品升級專案，並如期完成東部11省市國V汽柴油升級。截至今年上半年中石化已有70%以上車用汽油、40%以上車用柴油達到國V標準。我們估計年底前三桶油將陸續完成油品升級改造。

地煉原料結構優化，二次配套裝置緊跟油品升級。我國逐漸對地煉放開原油進口，2016年非國營原油貿易進口允許量為8760萬噸，同比增加5000萬噸（+133%），地煉企業原料輕質化對油品提升有促進作用。此外，地煉企業重整、催化裂化、加氫等裝置不斷上馬，如萬達天弘80萬噸/年、金誠石化120萬噸/年重整裝置已陸續投產，二次配套裝置有助於推動地煉企業油品升級。

關注油品升級的投資機會。在油品質量升級過程中，以下公司將會受益：（1）改善汽油車尾氣排放的異辛烷、MTBE生產商海越股份、齊翔騰達；（2）改善柴油車尾氣排放的車用尿素溶液生產商四川美豐；（3）高品質成品油生產商中國石化、華錦股份、上海石化、中國石油。

重點關注上市公司。在油品升級主線下我們建議重點關注中國石化、海越股份、華錦股份、齊翔騰達。（1）中國石化：我國最大的煉化公司（2015年汽煤柴產量1.48億噸）；PB 0.96倍；改革穩步推進。（2）海越股份：具備60萬噸異辛烷、60萬噸丙烷脫氫（PDH）產能；期待油品升級刺激異辛烷需求並帶動盈利提升；PDH項目助公司減虧。（3）華錦股份：具備600-800萬噸煉油能力，彈性最大的煉化上市公司；-35#柴油、

航煤等產品結構不斷優化；期待未來產能擴張。（4）齊翔騰達：具備 35 萬噸 MTBE、20 萬噸異辛烷產能，受益於油品升級；具備 15 萬噸丁二烯、10 萬噸順丁橡膠產能，受益於產品價格上漲；君華集團有望成為公司實際控制人，期待未來業務擴張。風險提示。油價回落、油品升級不及預期等。

有色金屬：鈷價近期上漲啟發

啟示 1：價格長期底部供需平衡敏感。

啟示 2：底部品種容易超預期，就像這次反倒是傳統需求成亮點：國內鋰離子電池 9、10 月產量 YOY50% 以上，新能源汽車產量 YOY11 月回落至 11%，傳統電池需求拉動。

啟示 3：週期股看清楚方向就要堅持，底部要多關注利好的邊際改變因數。也同樣適用於其他底部金屬品種。

風險提示：鈷價價格波動，系統風險等。

農業：供給側改革點燃農業炒作熱情，政策市後半段三條主線擇股

1) 供給側改革玉米首當其衝，價格上有頂下有底。農產品中玉米供給明顯過剩，宏觀調控首先削減其種植面積，調控種植面積的有效手段就是限制價格，當前玉米種植成本 1300-1400 元/噸，價格 1500 元/噸，進口到岸價 1400-1500 元/噸，玉米價格難以暴漲。另一方面，國家強調在供給側改革的同時要保證農民的收入，底就是成本線，大商所 1391 元/噸就是底。從供需平衡表看，由於產量下降庫存在緩慢減少也支持底部已經確立的結論。

2) 我們統計了最近 5 年一號檔出臺前後的市場表現。通常四季度農業都會有一波政策性行情。飼料、畜禽養殖以及疫苗板塊的相對表現最為亮眼，在 1 號檔發佈前一個月，平均相對收益分別為 3.9%、3.8% 和 2.5%。在 1 號檔發佈前一周，板塊整體走勢穩健，個別品種存在炒作可能。政策發佈後一周，市場情緒回落，農業板塊整體表現偏空。具體看，疫苗持續先前良好表現，果蔬和水產養殖也出現反彈。當下，已經是政策的後半段。但從一整年的維度看，農業行業伴隨著下半年的調整，逐步已經進入到可配置區間。建議關注：a) 農業股中的國企改革：中糧屯河和開創國際。b) 有漲價預期的：糖、海參和橡膠。c) 股價已經跌不動的。比如海大集團。

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。