

2016年12月30日

銷售部 - 投資策略

宏觀

農業供給側改革：目標幾何，影響幾何？

農業供給側改革的前世今生。

15年底首次提出，強調一去一降一補。15年底中央農村工作會議首提農業供給側改革，主要原因在於結構性產能過剩、內外價格倒掛、環境資源約束增加、進城務工農民收入增速放緩等。類似工業供給側改革，15年底強調去庫存、降成本、補短板。

16年底重要性上升，方向明確細則落地。16年底高層對農業供給側改革重視程度進一步提升，目標也更加明確。強調確保國家糧食安全、增加農民收入、保障有效供給、提高農產品供給品質，明確提出“由量到質”的轉變，更強調脫貧、增收，改革與穩定並舉，並強調“新動能”、做加法。

惠民生補短板，優化定價機制。

托底經濟改善收入。農業供給側改革對經濟總量的影響雖然積極但整體有限，增收惠民生意義更大。今年農村工作會議首提“增加農民收入”，與十八大“城鄉人均收入比2010年翻番”、十三五規劃“扶貧脫貧”一脈相承，農村脫貧也是全面建成小康社會的重要目標。

優化農產品定價機制。玉米在臨儲制度下價格扭曲、供給、庫存嚴重過剩，15年收儲量已占當年產量的52%。15年11月農業部出臺對“鐮刀彎”地區玉米結構調整的指導意見，16年減產3000萬噸，並取消玉米收儲制度。目前國內收購價格大幅回落，市場化定價下和進口玉米的價差已明顯消除。而大豆產量偏低，嚴重依賴進口，種植面積不斷下滑，16年農業部發佈促進大豆生產的規劃，力爭種植面積和平均畝產雙雙提高。

推進農村土地改革。今年會議上，農村土地制度改革被歸入“農業供給側改革”，未來或將提速。農村土地從確權到流轉和徵收，“三權分置”、交易市場化、城鄉建設用地“同權同價”等改革措施，有望通過提高經營效率、增加城市土地供給等對經濟產生更深遠影響。

玉米漲價上有頂，優質產品機會多。

去庫存下的玉米價格：上漲幅度或較有限。首先，農產品的去庫存，去的是庫存在高位的品種，供給現狀不支持大幅漲價。其次，大幅漲價和波動有違國家對糧食生產穩定的要求。並且，政府手握充裕的糧食儲備，也有能力將價格控制在合理範圍內。最後，國外供給面維持寬鬆，價格仍將低位，而國內糧食價格整體高於國外，難以大幅上漲。

產業政策下的行業機會：振興奶業，綠色生態。根據中央農村工作會議，17年農業供給側改革將重點體現在推進結構調整、推進綠色發展、推進創新驅動、推進農村改革、穩定糧食生產等五個方面。其中結構調整

的亮點在於振興民族奶業。當前中國液體奶人均消費量僅 17.8 千克，遠低於其他主要國家，未來消費增長空間廣闊。而推進綠色發展部分強調實施化肥農藥使用量零增長。13 年我國每公頃耕地化肥消費量高達 364 千克，遠高於其他主要國家，但三大糧食作物化肥利用率僅 35.2%。降低化肥消費量、提高化肥利用率，不僅助於降低農業生產環境成本，也降低農民農業生產投入。而隨著補貼機制的建立，未來綠色生態農業將迎來廣闊的發展空間。

風險提示：經濟增長超預期下滑。

策略

期指若鬆綁，利於套保交易

當前股指期貨未能較好發揮風險管理和價格發現功能。①股指期貨在成立初期逐步發揮風險管理和價格發現功能。10 年 4 月 16 日中金所推出滬深 300 股指期貨（IF），15 年 4 月 16 日上證 50 股指期貨（IH）、中證 500 股指期貨（IC）也陸續推出，以滿足投資者風險管理的訴求，並實現價格發現功能。從具體實施來看，在 615 暴跌前股指期貨成交額大體上逐步上升，股指期貨市場交易逐漸活躍，風險對沖功能逐步增強。三大股指期貨主力合約期現價差較小，期貨和現貨走勢大致趨同，股指期貨基本上實現價格發現功能。②新規弱化股指期貨的風險對沖和價格發現功能。滬深 300 股指期貨主力合約成交額迅速萎縮，期現價差波動加大，期貨與現貨走勢分化加劇。

股指期貨鬆綁何時變成現實？①股指期貨鬆綁需穩定的市場環境。自 1990 年 8 月起大阪交易所不斷提高股指期貨交易的限制措施，在嚴格控制下日本股指期貨接近停轉，背景是日經 225 指數從 89 年末最高點開始下跌，至 92 年 8 月跌幅高達 63.6%，隨著單邊下跌行情結束，市場逐漸企穩，1994 年後日本逐步放鬆對股指期貨的管制。回到 A 股，若要股指期貨鬆綁，則需較穩定的市場環境配合。②股指期貨鬆綁方式趨於循序漸進。自 94 年起日本逐步鬆綁股指期貨，主要流程為：下調保證金水準、降低手續費水準、取消交易稅、取消漲跌停板制度、延長交易時間等。參考日本經驗和股指期貨交易收緊流程，股指期貨鬆綁更趨於採取循序漸進的方式，不一次性全部放開起股指期貨限制已基本成為共識，鬆綁流程應是一系列組合拳，對交易手數、保證金、手續費進行相應調整。

股指期貨鬆綁對市場影響幾何？①從投機者看，鬆綁將降低交易的衝擊成本，股指期貨貼水狀態將逐步恢復正常。前文提到自股指期貨新規出臺後，三大股指期貨基本長期處於貼水狀態，這是由悲觀預期蔓延和衝擊成本高企所致。自 615 以來 A 股經歷三輪暴跌，投資者的信心遭遇打擊，悲觀預期在股指期貨市場蔓延。中金所的四項新規限制股指期貨交易，市場交易量迅速萎縮，投資者在交易中需承擔更高的衝擊成本，以滬深 300 股指期貨主力合約為例，在 11/04-12/01 的熊市中期現價差均值為 4.9，而在 15/06-16-01 的熊市中期現價差為-85.5。若股指期貨鬆綁，投資者股指期貨交易的衝擊成本將降低，疊加 1 月底單邊下跌行情結束後投資者的信心有所修復，股指期貨長期貼水狀態將逐步恢復正常。②從投資者看，鬆綁將強化股指期貨的風險管理功能，利於吸引資金流入。在股指期貨鬆綁後，投資者參與市場積極性提高，市場交易量擴大，套保者的風險對沖意願得到滿足，利於吸引資金流入。綜上所述，股指期貨若鬆綁，投資者無需太擔憂 A 股表現。

風險提示：經濟下行壓力、通脹超預期、流動性收緊。

PTA：下游利潤產銷轉弱，或將拖累 PTA 價格

四季度滌綸產銷一直維持旺盛狀態，完全沒有往年淡季的特點，這超出了大多數市場參與者的預期。隨之而來的就是滌綸價格和利潤的大漲。滌綸從 14 年以來大多數時間維持盈虧平衡的狀態到目前每噸利潤 600-1000 元，上漲幅度巨大。這也使得聚酯開工率一直維持高位，對前期的 PTA 價格形成了良好的支撐。目前聚酯工廠庫存很低，仍有很多工廠負庫存，但庫存增加的趨勢已經出現。而隨著聚酯產銷轉弱，聚酯工廠的庫存可能逐步累加，這將對後期聚酯開工率形成向下的壓力。目前 PTA 的潛在利多：明年 PTA 可能供應短缺和遠東翔鷺開車可能不順利等均已反映在價格中，1 月 ACP 談判的較高價格已經出臺，而聚酯產銷可能一直維持高位的預期在逐漸被證偽，這就導致 PTA 可能走出利多出盡的行情，短期可能偏弱。不過，由於 PTA 現價距離成本不遠，其下方空間有限。

風險提示：匯率風險、裝置故障風險。

大市導航

煤炭：2017 年煤價高位震盪，關注盈利改善

2016 年動力煤供給顯著收縮，全年預計將下降 5%~8%。受到煤炭行業淘汰落後產能以及 276 天政策的影響，動力煤產量下降顯著。預計全年產量約在 28 億噸左右，同比仍將有 5%~8% 的回落。預計 2017 年，受到 276 政策逐步放開以及減量置換帶來的新建產能投產影響，礦井產能利用率有望提升，帶來產量回升。我們預計，2017 年動力煤供給將有 3% 左右的增長。

“十三五”期間動力煤消費難有大幅增長，下游火電需求有所回暖，但長期增速放緩。按照能源局發佈的 2020 年能源發展規劃，煤炭消費的控制目標確定在每年 42 億噸的天花板，“十三五”期間煤炭消費基本保持在 38~40 億噸，難有大幅增長。2016 年動力煤下游的火電需求轉暖，預計全年火電發電量增速在 2% 左右（去年同比-2.8%），展望 2017 年，水電出力將有所恢復，火電發電量增速或放緩至 1% 以內。

2017 年動力煤價格將高位震盪，企業盈利顯著好轉。展望 2017 年，由於 2016 年上半年的低基數效應，2017 年全年均價還將大幅高於 2016 年。預計 2017 年動力煤價格將高位震盪，均價有望維持在 500~600 元/噸之間，較 2016 年均價有 15~25% 的上漲。按全年均價 550 元/噸測算，動力煤公司估值有望修復至 10xPE 左右水準。

投資建議。2017 年初供暖季結束後，動力煤價格面臨淡季調整的壓力，我們認為，全年來看，動力煤價格仍將維持高位盤整，供需缺口或較 2016 年縮小。建議投資者關注價格調整企穩後的投資機會。建議關注：中煤能源，兗州煤業，陝西煤業，露天煤業，中國神華，平莊能源，*ST 山煤，*ST 新集。

風險提示。先進產能釋放力度加大；氣象條件變化；政策變化風險。

煤炭：供需格局向好，17 年均價或上漲 50%

主產區去產能力度大，海內外價格倒掛，預計 2016 年供給收縮約 6%。2016 年以山西為代表的焦煤主產區在去產能及限產政策執行上更為嚴格，因此預計 2016 年焦煤產量降幅更大，或達 8%左右，2017 年隨著產能利用率的提升，焦煤產量較 16 年或有 3%~5%的增長。由於全球供需矛盾激化，進口焦煤價格在四季度出現暴漲，海內外價格出現倒掛。因此，雖然前 9 月我國進口焦煤量同比有 20%的增長（wind 資料），但四季度進口量大幅萎縮，全年進口增長有限。預計 2016 年全年焦煤總供給約在 5 億噸左右，同比下降約 6%。2017 年或微幅增長。

2017 年地產政策降溫，壓制焦煤需求。焦煤需求主要受到房地產及基建影響。房地產方面，2016 年地產銷售顯著好轉帶來鋼鐵行業量價齊升，但預計 2017 年房地產降溫將成為壓制焦煤需求的主要因素。基建方面，2016 年下半年政府大力推行 PPP 專案，核准規模達 2.14 萬億元（新華社消息），因此我們預計 2017 年基建投資有望高增長，進而拉動鋼鐵及焦煤需求。預計 2016 年焦煤消費量有望增長 1~2%，2017 年將隨鋼鐵產量下降微幅下滑。

2017 年焦煤均價或上漲 50%。焦煤價格顯著上漲主要基於以下邏輯：山西為主產地，供給收縮快；國內鋼鐵產量回升，需求強勁；海外需求回升，進口減少。預計 2017 年焦煤均價或可維持在 1200 元/噸以上水準，較 2016 年均價上漲 50%以上。

投資建議。我們認為，2017 年焦煤供需格局較動力煤好，全年價格維持高位盤整行情，供給端釋放有限，由於地產與基建形成一定對沖，需求端微幅下降，隨著人民幣貶值，焦煤淨進口量將下降，利好國內供需格局。建議投資者關注價格調整企穩後的投資機會，2017 年焦煤企業盈利改善可期。建議關注：上海能源，開灤股份，盤江股份，冀中能源，潞安環能，西山煤電。

風險提示。產能釋放力度加大；匯率變化；政策變化風險。

傳媒：教育產業市場空間大，資產證券化率較低

教育產業市場空間巨大，資產證券化率較低，整體產業化、現代化、集團化、品牌化前景樂觀。未來各細分子行業龍頭，可能誕生於（1）新模式新業態領軍者；（2）行業產業鏈整合+品牌標準塑造者。但由於民促法修訂案過會伊始，教育板塊產業化仍然較早期，優秀企業湧現但是大體量的企業不多，商業模式和競爭格局未成熟。上市公司正試圖通過外延並購，管理整合，快速佈局教育產業，打造細分板塊壁壘，探索協同效應。然而，“蔚然前景”下，一方面民促法細則尚未落地，稅收財政等政策上有一定的不確定性；並購投資層面，優質標的一方面供不應求，一方面很多在謀求獨立上市的可能性。並購和運營層面的困難，無疑對上市公司的投資管理實力和決心等提出更高挑戰。

目前，教育板塊估值水準逐步回歸，二級投資人看好教育板塊的同時，也將關注點聚焦業績、成長性和稀缺性。基於此，我們認為教育板塊未來一年主要選股策略：

1) 新轉型：估值切換加利潤增長帶來市值提升，小市值標的彈性更強。2) 高成長：強需求新模式，新需求快整合鑄造高成長。3) 潛在龍頭：先發標的持續佈局，跑馬圈地+強整合打造品牌生態 4) 強資源：教育背景強、資本資金雄厚。

建議關注：勤上光電、威創股份、新南洋、世紀鼎利、開元儀器、長方集團、盛通股份。

風險提示：民促法修訂案細則不及預期；並購審批進程不及預期；業績承諾不及預期。

汽車與零配件：推薦乘用車板塊

1、參考長城、比亞迪、眾泰、吉利、廣汽傳祺等品牌的終端景氣度跟蹤，我們認為，當前乘用車普遍庫存水準較低；11 月受 16 年購置稅減免到期影響、存在一定程度衝量現象，但 12 月 17 年減免政策落地之後市場情緒已趨於冷靜。

2、我們預計，2017 年 Q1 加速提車及 Q2 補庫存，或將導致 2017 年終端消費景氣度前高後低，因此把握節奏較為重要。

3、我們認為，2016 年以來，股價追隨基本面和業績的特徵明顯；在此基礎上，從相對收益和絕對收益考慮，我們推薦乘用車板塊作為開年紅包品種，建議關注上汽集團、金馬股份、吉利汽車（H 股）等估值修復機遇。

風險提示：乘用車銷量不達預期。

資訊設備：“小程序”的投資機會—電腦產業觀察系列

我們在 9 月 25 日發佈了《產業觀察系列 12——“小程序”的正確打開方式》報告，基於當時的外界資訊對“小程序”的基本面做了詳細闡述，如今伴隨著 28 日在廣州舉行的 2017 微信公開課 Pro 版，張小龍對“小程序”的介紹，“小程序”再次升溫，所有人開始翹首以盼“小程序”正式跟使用者的見面時間 2017 年 1 月 9 日。

“小程序”的入口在哪？微信一直堅持去中心化的理念，所以到現在為止也沒有公眾號的分類導航，全靠用戶自己去傳播。“小程序”也不例外，在微信裡面不會找到“小程序”的入口，也不會有排序或者推薦一類的存在，更不會有“小程序”的分發。這樣提供“小程序”的主體就會把他們的二維碼鋪設到能夠鋪設的地方，而不是擠在微信裡面，搶奪微信入口資源，這對於微信自身保持一個健康的生態非常有益。所以，未來“小程序”的使用者基本是通過掃二維碼的形式來啟動“小程序”。

“小程序”不是訂閱號，不能直接推送消息。“小程序”和公眾號不一樣，不需要訂閱，所以不存在粉絲這個概念，只是一個被需要時，出來解決問題的工具，更類似於瀏覽器。另外，“小程序”是不會直接給使用者推送資訊，除非在歷史使用過程中點了同意推送某類特定消息。

“小程序”的分享機制。從張小龍的描述中，目前“小程序”定位是不能在朋友圈分享，但是可以分享到聊天和群裡面，而且被分享到群裡的“小程序”能夠自動更新，因此未來有可能帶來一種新的協作方式。

在外界看來，微信一直都保持相對克制，以便自己不會像 QQ 一樣太過臃腫，從而獲得一些高品質人群的青睞。其實，百度、UC、360 等擁有一定流量優勢的互聯網企業都曾經搞過類似於“小程序”的“應用號”，但是都沒有什麼好的效果。如今擁有 8.8 億獨立終端的微信介入，不管怎樣都是值得期待，畢竟在互聯網時代，每一次平臺&終端的切換，都是洗牌時間，趨勢性機會最容易誕生。

小程序主要鋪的是線下使用場景，比如在公車站，掃一下公交站牌的二維碼就可以瞭解下一輛公車到站的時間，在汽車站，掃一下汽車站的二維碼就可以購買車票，而不需要排長隊。二維碼滲透率將會得益於“小程序”大幅度提升。

建議關注：新大陸（商戶資源豐富，與“小程序”、二維碼聯繫緊密）、證通電子、新國都。

風險提示：行業應用不及預期。

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。