

2017年01月06日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

銅：銅價反彈可持續，或形成反轉趨勢

2016年初至今銅市場回顧：多力量致銅價長期寬幅震盪，中美基建預期拉動銅價。2016年1-10月銅價在全球經濟疲軟，英國脫歐，市場對各國央行寬鬆政策的預期以及美國加息的預期等多種力量的博弈下，開始了較長時期的寬幅震盪。11月LME銅價漲勢如虹，主要是因為中美經濟資料向好，市場對未來全球、特別是中國和美國基建對基本金屬的需求持樂觀態度。

ICSG預計2016年銅精礦產量同比增速略提升至4%，2017年銅礦產量與2016年持平；預計2016年全球精煉銅產量增速略提升至2.2%，2017年放緩至1.7%。ICSG預測2016年全球銅精礦產量（金屬量）為1988.4萬噸，同比增速為4%，較2015年的同比3.8%的增速小幅提升。2017年全球銅礦產量預期與2016年持平；ICSG預計2016年精煉銅產量同比增長2.2%，達2340萬噸，2017年產量同比增速放緩至1.7%，電積銅預計仍會拖累全球產量。2016年和2017年，中國仍是全球精煉銅產量增長的主要推動者。

加工費下調，全球銅礦供應拐點初現。2016年，連續回升了3年的銅加工費出現了拐點。2016年11月達成的2017年銅精礦加工精煉費用（TC/RC）繼續下調5%，粗煉費為92.50美元/噸，精煉費為9.25美分/磅。儘管有觀點認為加工費降低與中國銅冶煉產能擴張更為相關。但實際上，本輪銅礦擴產週期已經接近尾聲，且銅價長期低迷造成了資金投入縮減，從而導致生產延遲或產能縮減，許多新項目推遲到2019年以後投產，尋找到“世界級”的礦脈越來越難，ICSG調低了其對全球銅礦產能的預測。加工費的下降預示著全球銅礦的供給拐點初步顯現，銅礦供應過剩的局面或在2017年全面改變。

2016年中國銅消費維持2.5%以上的同比增速，2017年維持緊平衡。2016年中國電力投資增速快，家電、交通、建築均保持平穩增長。總體看，中國這個占全球48%的銅需求量的國家銅消費維持2.5%以上的同比增速，2016年全球銅供需處於緊平衡狀態。2017年銅礦供應增速放緩，中國需求繼續由電力投資拉動，“一帶一路”和美國基建項目預期將提升銅需求，2017年銅供需面持續向好。

2017年銅價格展望：銅價反彈仍可持續，或形成反轉趨勢。銅價在今年滯後其他金屬價格反彈的情況下，緩慢開啟上漲趨勢。相較於2011年10月，銅價9881美元/噸的最高點，此輪銅價反彈仍有較大空間。我們繼續看好銅價，預計2017年銅價總體震盪偏強，底部抬升，全年銅均價在45000元/噸左右。

重點公司介紹。A 股方面，我們認為投資策略為重點關注資源股，推薦江西銅業，建議關注雲南銅業和銅陵有色。

主要不確定因素。受中國經濟增速下滑影響，銅價持續下行；美聯儲加息超預期，對大宗商品價格形成壓制。

大市導航

有色金屬：貴金屬季報：一季度美經濟回落，金價反彈

1 季度看金價反彈，美經濟環比回落是推動金價反彈的重要因素。同時，考慮金價目前已處於成本線附近，再向下空間已經不大，安全邊際較高。

利好一：一季度美經濟回落 市場或對加息次數預期進行調整。利好二：一季度歐元區政治風險或集中釋放。利好三：供給見頂，需求回暖。利好四：通脹上行，油價反彈助力通脹持續走高。利空：美元仍處加息週期，特朗普經濟政策或提升市場樂觀預期。從技術面角度分析，向下看：受美聯儲樂觀加息預期影響，金價此前曾下探至 2015 年底及 2016 年初形成的價格區間上沿附近，但隨後回升，因此我們可以認為該區間上沿 1110-1120 美元/盎司目前具有較強支撐。向上看：

第一個關口在 1200 美元/盎司一線，若美國經濟在一季度回落的預測成真，我們預計突破 1200 美元/盎司的難度不大。第二阻力位應在 1250 美元/盎司阻力位元一帶，需要黑天鵝事件的配合方能突破。

推薦山東黃金：資源稟賦強，彈性強。銀泰資源：收購埃爾拉多中國境內金礦資產權益，新增黃金業務。盛達礦業：盈利能力出眾，資源豐富。金貴銀業：業績股價彈性均較強。剛泰控股：收購義大利品牌，躋身奢侈品市場。金一文化：收購五大珠寶品牌，管道優勢明顯。

風險提示：系統性風險。

傳媒：16 年電影票房總結：457 億收官，增速放緩趨勢不變

16 年票房增速 4%低於預期，主要受供給端優質內容缺失、15 年高票補影響；觀影人次增速 9%需求未改：1) 銀幕數世界第一但單銀幕產出下降；2) 上映國產電影 376 部，上映率 40%，國產票房 267 億占比 58%；3) 劇情和動畫片占比提升，影片票房貢獻日趨均衡。17 年片單優質票補緩減，預計回歸 15%健康增長；投資重自下而上，邏輯重構成長與價值並重。重點推薦：長城影視（小市值高彈性）；慈文傳媒（網劇龍頭）、光線傳媒；萬達院線、上海電影（次新、並購預期）。

風險提示：大盤系統性風險、票房不達預期。

上汽集團（600104）：穩增長、低估值、高分紅

上汽集團是整車板塊龍頭個股，穩健配股首選。

（1）合資品牌受益新車型投放及大眾、奧迪深入合作，長週期向上；自主品牌厚積薄發，RX5、i6等新車型帶動加速減虧、業績超預期，帶動歸母淨利實現+15%增長。

（2）穩增長驅動高分紅傳統的延續，50%分紅率對應現價下約 6%股息率。

（3）低估值衍生價值回歸潛力，比較 A 股/H 股/美股處於相對低位。

（4）預計 2016-2018 年 EPS 為 2.90、3.33、3.59 元。考慮公司為整車板塊龍頭，給予公司中等估值水準，以 2016 年 10 倍動態 PE 估值，目標價 28.96 元，給予“增持”評級，首選配股。

風險提示：汽車行業景氣度波動、2017 年購稅優惠小幅縮減。

禾豐牧業（603609）：飼料禽鏈齊並進，東北龍頭譜新章

東北飼料龍頭，產業鏈延伸發展勢頭不減。公司以預混料起家，發展至今，已成為東北地區最大的飼料企業，並且已形成了集飼料原料貿易、飼料產品、禽類飼養、屠宰加工和銷售為一體的完整產業鏈模式。其中，肉雞屠宰規模已經進入全國前三。在積極拓展產業鏈的同時，公司近 3 年營業收入由 85 億元上升至 97 億元，複合增長率 4.5%；歸母淨利潤近 3 年 CAGR 為 22%。在行業整體增長乏力的同時，依然保持良好的發展勢頭。

飼料“兩端”利好，專業能力護航。公司飼料主要生產和銷售區域位於東北，享受玉米產地採購成本優勢。基於全球玉米大豆供需判斷，以及國內政策調整，我們認為 2017 年原料價格將處於低位，有利於飼料企業盈利水準提升。需求端來看，未來生豬存欄回升確定性較大，東北作為國家養豬優勢發展區域，會有更快速的出欄增長，公司豬料具備較高的需求彈性。

公司的技術優勢將使得高毛利飼料品種獲得更大的市場空間，提升整體產品盈利能力，而採購業務也將為公司的長期成本競爭力奠定良好基礎。

肉雞產業鏈日趨完善，生豬板塊佈局開啟。公司從 2008 年開始開展肉雞屠宰業務，目前已建成集種雞、孵化、養殖、屠宰和加工為一體的產業鏈，具備較強市場風險抵抗能力。得益于優秀的屠宰分割能力，單羽盈利水準也走在行業前列。公司從 2016 年也開始佈局生豬養殖。我們預計公司 2016、17 年肉雞屠宰量分別為 2.8、3.2 億羽，折合權益 1.12、1.28 億羽。2016 年單羽盈利 1.1 元，得益于商品苗自供比例的提升和市場預期中的價格景氣行情，2017 年單羽盈利 2 元，對應屠宰板塊的歸母淨利潤分別為 1.2 億、2.6 億元。2017 年權益生豬 5 萬頭，盈利 1000 萬元。

海外市場積極探索，未來增長看點。禾豐與歐洲飼料巨頭德赫斯集團擁有長期戰略合作關係，後者目前是公司第三大股東。

公司於 2004 年開始進入海外市場，近兩年又在準備開拓印度、菲律賓、伊朗三國市場。豐富的國際化基因和經驗，將使公司成為少有的通過本地合作進入海外市場的中國飼料企業。手握資金、管理、技術和產業鏈運營方面的優勢，擁有朝鮮、尼泊爾兩國業務發展中積累的經驗，我們認為禾豐有能力應對複雜的政經環境，充分享受其餘發展中國家帶來的增長紅利。

未來公司的海外業務將會成為一大看點。

盈利預測。基於飼料業務基本面改善，公司肉雞屠宰業務的快速擴張以及雞肉價格景氣行情的預期。我們預計公司 2016、17 年歸母淨利潤分別可達到 4.36 億、5.97 億元。2017 年歸母淨利中，肉雞屠宰業務為 2.56 億元，飼料及其他業務為 3.41 億元。考慮可比公司估值水準，我們給予公司肉雞屠宰業務 18 倍 PE 估值，給予飼料及其他業務 25 倍 PE 估值，對應公司 2017 年最終估值 131.2 億元，目標價 15.79 元。公司當前每股價格 13.3 元，給予“買入”評級。

不確定因素。原料價格大幅上漲；大規模畜禽疫情爆發。

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，閣下于作出投資前，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于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、董事及雇員將不時于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。