

宏觀經濟

宏觀：通脹高位築頂，貨幣穩健中性——16年12月通脹資料點評

2016年12月CPI同比2.1%，相比11月微降，主因是氣溫偏高導致鮮菜和鮮果價格漲幅弱於歷史同期，食品價格同比回落至2.4%，能源價格上漲推動非食品同比上升至2.0%。

隨著春節因素推動食品價格繼續走高，而春節月份錯位，預計1月CPI同比或將跳升至2.4%的短期頂點，之後將大幅回落。黑色系、能源類推動12月PPI同比繼續大幅回升至5.5%，環比大漲1.6%。由於本輪商品價格上漲始於16年初，因而從同比看本輪通脹或有望在1季度見頂回落。

大市導航

航空航太與國防：國富軍強系列之十一——混合所有制改革專題：混改正當時，2017年軍工改革有望突破

中央經濟工作會議將軍工列為國有企業混合所有制改革七大領域之一。2016年末的中央經濟工作會議提出，混合所有制改革是國企改革的重要突破口，並圈定包括軍工在內七個領域，以完善治理、強化激勵、突出主業和提高效率為目標重點推進。我們認為，經濟工作會議中對混合所有制改革的表述，表明未來混合所有制改革將成為深化國資國企改革的重要抓手。對於軍工領域，通過混合所有制改革有望打破軍工集團對我國軍工產業的壟斷格局，混改可加強競爭和激勵，有利於提升我國軍工產業整體運營效率。

美國軍工集團利用資本市場做大做強的經驗值得借鑒。美國私營軍工企業借助兩次世界大戰期間軍品需求增加和自身較高的經營效率迅速佔領市場。美國軍工產業所有制結構實現多元化。當前，除少數科研試驗單位外，美國從事軍品生產的企業多數為民營企業或股份制公司。美國軍工企業資產證券化水準較高，2015年世界百強軍工企業中的前10名有7家為美國上市公司。特別是美國五大軍工巨頭洛克希德馬丁、波音、格魯曼、雷神和通用動力均借助美國發達資本市場並購重組發展壯大。

推進國有軍工集團資產證券化，借助資本市場實現混合所有制改革。實行混合所有制改革的主要方式包括整體上市、引入戰略投資者、實行股權激勵或員工持股等，我國國有軍工集團資產證券化率遠低於美國，通過不斷提升軍工集團資產證券化水準，有利於集團資產的專業化和規模化整合，從而提升整體經營效益。截至2016年末，已有國有軍工企業在資產整體上市、引入民營資本和員工

激勵等方面先行先試。本次中央經濟工作會議對軍工領域混合所有制改革方向給予明確指示，我們看好未來國有軍工集團混改的落實及推廣前景。

投資建議。本次中央經濟會議將軍工列為混合所有制改革七大重點領域之一，國有軍工集團混合所有制改革或成為 2017 年軍工板塊的重要主題；資產證券化是實施混合所有制改革的重要手段，軍工集團控股的上市平臺作用將更加突出。我們看好正在實施混合所有制改革的標的，主要包括：中航機電、中航光電、四川九洲、中國動力、湘電股份和鋼研高納；建議關注：康拓紅外、航太發展、中航電測。

風險提示。國家政策變化；軍工集團混合所有制改革進程低於預期。

機械工業：環評開閘疊加油價上行，煤化工產業鏈有望復蘇

從“十一五”到“十二五”，國內煤化工產業發展幾經周折。由於我國多煤少油的資源稟賦，煤化工作為保障國家能源安全的產業之一在過去高油價背景下備受重視，過去十年多的時間，煤化工行業經歷了從“野蠻生長”到“分類管制”的發展歷程，特別是在“十二五”期間，行業的躁動最為明顯。2011-2013 年是國內煤化工產業發展的高峰期，但從 2014 年下半年開始到 2015 年受環評收緊的影響，行業迅速進入靜默期。經過多年發展，國內煤化工產業取得了較多成績，“十二五”期間，預計整體投資額達到 6000 億元以上，煤制油、煤制烯烴、煤制乙二醇、煤制天然氣等項目均實現了一定的產能規模。

2016 年環評審批重新開閘，“十三五”期間煤化工有望迎來新一輪發展期。煤化工專案受經濟性和環保性的影響特別突出：

經濟性與油價有較高相關度，業內估算煤制油、烯烴和乙二醇的盈虧平衡線分別為油價 60、50、40 美元/桶，油價回升背景下部分專案已具備較好盈利性；環保性主要受項目環保技術和環評方案以及政府產業支持態度影響，2016 年以來，陸續有 6 個煤化工專案通過環保部環評審核，總體規劃投資額超 1600 億元，是自 2014 年下半年煤化工專案審批收緊以來的“開閘”之年。12 月 28 日，習總書記對神華寧煤煤制油示範項目建成投產作出重要指示，這些都顯示出政府和高層對於煤化工行業發展的態度正在發生變化，即從 2015 年的“全面限制”到 2016 年的“有序放開”。我們預計“十三五”期間煤化工行業投資將復蘇。

行業投資觸底回升帶動設備和專案設計、建設需求回暖，相關企業直接受益。煤化工專案平均投資額可達幾百億，設備投資總體占比超 50%，安裝和建築工程投資占比近 30%，行業投資復蘇將帶動相關需求回暖。根據上市企業業務分部情況來看，煤化工空分設備、工程設計和建築子行業競爭格局較好，是行業景氣度回升的最大受益者。

多個角度來看項目經濟性，行業發展仍具備空間。當前煤化工專案中煤制乙二醇的盈利性較好，我們預計 2017 年油價均價有望上漲 20-30%，將明顯改善煤制油、煤制氣、煤制烯烴等專案的經濟性。此外，當前行業總體處於示範專案階段，由於煤化工專案建設週期較長，而幾年之後的油價水準往往難以預測，因此產業政策的支援態度以及煤化工專案對於地方經濟的實質性拉動或許是短期內除經濟性外最能支持行業繼續發展的動力。

投資建議。我們認為短期內煤化工行業的投資景氣度向上無疑，給予行業“增持”評級，給予杭氧股份增持評級；產業鏈角度，建議關注東華科技、中國化學等標的。

風險提示:政策支持態度發生轉變；煤化工行業投資低於預期；油價上漲不及預期。

鋼鐵：淘汰難敵需求下降，短期仍存配銜價值

1、需求方面，預計 2017 年鋼鐵需求下降 5%左右。房地產調控短期不會放鬆，2017 年地產投資預計負增長。基建投資在 PPP 的高增長下有望保持 15%-20%的中高增速，但恐難以彌補地產下行的影響。另外汽車購稅優惠政策漸進式退出，料 2017 年增速下降。

2、出口方面，鋼鐵貿易摩擦加劇，國內外價差收窄，出口顯現乏力，預計 2017 年在持平附近。

3、庫存方面，鋼企庫銷比回歸合理水準，社會庫存處於低位，考慮到需求趨弱，預計 2017 年庫存將繼續低位運行。

4、供給方面，我們認為淘汰難敵需求下降。預計 2017 年新增高爐產能在 1000 萬噸以上，按發揮 500 萬噸計算，加上需求減少 3500 萬噸，2017 年新增過剩產能 4000 萬噸。即使全年能去掉等量的有效產能，也不會在年初就執行，因此我們認為基本面將走弱。

5、預計 2017 年鋼價重心下移，成本價格有所回落。其中鐵礦石產能持續釋放，成本不斷下移，礦價有望回落；煤炭供給側改革力度不減，價格預計維持高位運行。

6、行業盈利趨弱，板材好於長材。預計一季度業績仍能保持相對高位，看好一季度股價，全年偏謹慎。建議關注永興特鋼、新興鑄管以及寶鋼股份。

煤炭：煤炭反彈有望持續，注意把握節奏

1、國際國內焦煤價格在接軌，焦煤期貨貼水太多，價格難再跌。

2、煤炭股持續調整，幅度較大，基本面已經大幅好轉的前提下下跌空間已經有限。

3、長期看，我們對全球煤炭格局還是看好，但 1 季度我們對現貨價格仍然不太樂觀，年前期貨價格仍有望反彈，帶動煤炭股有反彈的機會。

4、反彈考慮業績好的潞安環能，彈性大的冀中能源，國企改革的中煤系。我們最看好的仍是*ST 煤氣。

風險提示：現貨下跌風險。

傳媒：關注消費與健康對體育產業的推動

板塊溫和反彈，估值仍相對較低，娛樂行銷維持自下而上的推薦邏輯。

第一類：稀缺性品種，華錄百納、共達電聲、中文線上；

第二類：低估值兼具價值與成長的個股，藍色遊標、利歐股份、帝龍文化、星輝娛樂；

第三類：成長預期強的小市值公司，龍韻股份、華誼嘉信。板塊關注傳統媒體轉型升級：皖新傳媒、出版傳媒、讀者傳媒、新華文軒、湖北廣電。體育板塊價值邏輯重建，關注大消費與大健康的推動作用：雷曼股份、國旅聯合、三夫戶外、雙象股份。教育關注開元儀器、立思辰、新南洋、勤上光電、長方集團。

風險提示：系統性風險。

化工：泰南水災對天然橡膠的影響

2017 年一季度天然橡膠市場正處在供不應求的起點，泰南水災使得產量、出口量下降，預計膠價將有較好表現。

1、泰國產量與膠價關係主要有三點：第一，起於 2008 年底到 2011 年 2 月的滬膠牛市，期間泰國產量並沒有出現大幅增產，在長達 58 個月的下跌過程中，產量才釋放出來；第二，2011 年 1 月泰國發生水災，滬膠上漲 26.14%，滬膠 2011 年 1 月 6 日見底 23450 元/噸，2011 年 3 月，膠價漲到 29580 元/噸；第三，本次泰國南部發生水災，從時間上看，跟 2011 年類似；從空間上看，處於上漲過程中，按照 26.14%的漲幅計算，此次看 22270-23050 元/噸。

2、泰國出口量與膠價關係主要：2011 年 1 月泰國發生水災，出口量下降；2017 年 1 月泰國發生水災，未來 1-2 個季度出口量下降是常態，2013 年、2014 年、2015 年、2016 年產量與出口量差額分別是 50.6 萬噸、55.3 萬噸、72.37 萬噸、64.65 萬噸，2017 年天然橡膠將出現供不應求的現象。

風險提示：匯市、股市、債市、樓市、銀行信貸風險等引發大宗商品市場價格波動風險。

有色金屬：銅價上漲點評

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 2016 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。

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，彈性排序：雲南銅業、銅陵有色、江西銅業、洛陽鉬業、錫業股份、紫金礦業和西部礦業。

雲南銅業定增注入普朗銅礦，專案投產後自產銅產量翻倍，同時冶煉產能大幅增加。我們預計公司 2016-2018 年 EPS（假設定增成功）分別為 0.16 元，0.17 元和 0.28 元。定增雖攤薄了即期收益，但長久看提升了公司的核心競爭力。銅產業鏈的盈利主要集中在上游有自產礦的企業手中，故銅價上升對公司的淨利潤提升效果明顯，加上銅冶煉加工費處於歷史高位，冶煉板塊也將大幅增厚業績，從而極大地增強公司的長期盈利能力。考慮到公司是中國銅行業的龍頭企業，也是明年自產銅增量最大的，業績彈性較大。在當前銅價和現有自產銅產量基礎上，銅價每上升 10% 將新增毛利約 2.49 億元，從而使得 PE 大幅下降，由此給予 2017 年 100 倍 PE，對應目標價 17 元。

銅陵有色作為銅業龍頭，處於行業優勢地位，產業鏈完備，擁有礦山開採，銅冶煉以及銅材加工三大業務。公司冶煉工藝較為先進，在陰極銅的生產上成本較低，2017 年沙溪銅礦的達產也將提高公司銅精礦的自給率。目前公司總股本為 95.6 億股，假設 17 年公司定增成功則總股本為 112.9 億股且銅價格以年均 10-20% 的增速上升，則 2016-18 年的 EPS 分別為 0.04、0.17 和 0.21 元，“買入”評級。

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。

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。