

2017年01月20日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

債市短期震盪，逐步等待機會 —— 從通脹角度看 17 年債市

債市起伏與通脹變化

歷史經驗表明，國債收益率受到物價變化的影響。我國 10 年期國債收益率與 CPI 和 PPI 同比走勢具有明顯的同步性——通脹時期，往往伴隨貨幣政策收緊和經濟改善預期，債券收益率隨之調整；而通縮時期，投資低迷、貨幣寬鬆，帶動債券牛市。進入 2017 年，全球再通脹預期未減，通脹走勢對我國債市今年的走勢有著重要影響。

2017 年 PPI 前瞻：漲幅相對有限

產量仍是制約，17 年油價有頂。本輪油價上漲與限產計畫密切相關。但是 16 年 12 月國際油價回到 55 美元附近，對應美國石油鑽機數出現反彈。如果 17 年國際油價由於限產繼續上行至 60 美元以上，超過美國葉岩油成本，我們預計葉岩油產量或迅速回升，高油價或再度回落。

煤炭關注限產，價格總體趨降。17 年煤炭去產能目標可能維持，短期供給能否回升取決於“276 個工作日”的限制是否會延續。不過我們認為監管層旨在價格平穩的情況下去產能，再加上 17 年地產投資等總需求大概率下滑，煤炭價格可能在高位徘徊後，逐步趨降。

鋼鐵價格或震盪下行。17 年鋼鐵去產能力度也可能維持，但鋼鐵行業當前在補庫存中，而且其行業集中度也有待改善，因此除非鋼鐵明顯限產，我們預計 17 年鋼鐵價格呈現區間震盪，隨後隨著需求下滑而下降。

2017 年 CPI 前瞻：沖高後回落

農產品價格難以大漲。我國農產品庫存位元於歷史高位，16 年的玉米庫存接近 2.7 億噸，高庫存可以彌補供給的回落。此外，糧價在 CPI 食品占比不低，如果糧價大幅上升，預計政府的巨額糧食儲備有望增加供給，進而抑制糧價暴漲。

服務價格穩中趨升。由於人口紅利拐點已過，而服務業需求不少，導致近年來服務價格不斷抬升，同樣影響 CPI 非食品價格，16 年服務價格同比從 1.8% 升至 2.4%-2.5%，我們預計 17 年服務價格仍穩中有升，漲幅溫和。

17 年 CPI 高點或在 1 月和 3 季度。17 年物價走勢取決於重要分項，包括食品價格（特別是農產品）、國際油價、PPI 對 CPI 非食品的傳導、服務價格等。我們預計 17 年 CPI 中樞可能在 1.9%-2.1% 左右，高點或在 2.4%，低點或在 1.4%-1.6%，1 月和 3 季度可能是年內高點。

債市短期震盪，逐步等待機會

節前資金面預計平穩。1 月資金面可能的波動源於春節取現、稅款上繳等因素，基本已被市場預期，1 月上旬以來，央行持續在公開市場大量投放資金，雖然節前資金面可能仍會波動，但我們認為資金利率或將維持平穩，預計 7 天回購利率中樞波動區間為 2.5%-3%。

預期差或帶來機會，關注油價和去杠杆。17 年 2 季度後，投資可能趨降，帶動通脹逐步回落，那麼國內基本面對貨幣寬鬆和債市的支撐增加，基本面預期差可能帶來債市機會。但是需要關注油價變化，預計 17 年國際油價中樞在 55-60 美元；如果油價上漲至 70 美元，或推動 PPI 回升至 4% 以上，對債市不利。去杠杆方面，對於同業負債納入同業存單的擔憂造成債市又一波調整，後續去杠杆政策的出臺和力度始終是影響 17 年債市走向的一個風險。

短期債市或維持震盪。債市不確定性因素包括去杠杆之下貨幣政策偏緊、銀行理財監管、通脹壓力抬升、以及美債收益率上行等。春節前，我們認為資金面或將維持平穩，但去杠杆擔憂猶存，債市或維持震盪，上調 10 年國債區間至 2.9%-3.3%。

大市導航

交通運輸：十二月快遞數據簡評：消費慣性優勢顯現，行業延續高速增長

網購消費趨於慣性，業務量持續高增長。從 12 月份快遞行業資料來看，單月規模以上快遞業務量達到 34 億，較上月減少 9.81%，同比增速 40.4%；其中同城/異地/國際及港澳臺快遞業務量分別達到 7.77/25.51/0.68 億件，增速分別環比下滑 3.45/4.20/3.91 個百分點。主要受春節假期臨近等因素的影響，快遞業務量增速有所減緩。2016 年全國累計業務量實現 312.8 億件，同比增長 51.4%，連續六年增速超過 50%，由於消費慣性及電商促銷的常態化，網購熱度有增無減，有望保持高增長趨勢，帶動物流行業的高速發展。同時，12 月份快遞單價較上月相比有所回升，跌幅趨於平穩，物流行業低價競爭現象有望得到改善。

“其他業務”維持高位，西部地區增速穩健。2016 年全年累計快遞業務收入完成 3974.4 億元，同比增長 43.5%，增速較 1-11 月下降 0.8 個百分點；12 月快遞業務收入完成 430.3 億元，同比增長 37.3%。其中，從業務來看，同城、異地、國際及港澳臺快遞業務收入同比增速分別環比下降 2.8、2.03、19.34 個百分點至 32.81%、31.69%、13.02%，其他業務收入小幅下跌 6.62 個百分點至 72.83%，但仍保持 70% 以上的高增速。從地區來看，受電商物流在西部的普及以及快遞網點拓展的影響，西部地區業務收入同比增速大幅上升，較上月增長 10.93 個百分點至 59.0%。

快遞行業集中度指數微降，中西部地區累計業務比重持續增長。1-12 月快遞行業集中度指數 CR8 為 76.7%，與 1-11 月指數相比微降 0.1 個百分點，總體呈下降趨勢，但降幅逐漸收窄。2016 年度以來，同城、異地、國際/港澳臺、其他業務累計快遞業務收入的比重分別為 14.2%、52.8%、10.8% 和 22.2%；累計業務量比重分別為 23.7%、74.3% 和 2%；東、中、西部地區累計快遞業務收入的比重分別為 81.1%、10.7% 和 8.2%，業務量比重分別為 80.9%、11.9% 和 7.2%。與 2015 年同期相比，中西部業務比重持續上升，其中，中、西部地區快遞業務收入比重分別增長 0.4、0.4 個百分點，快遞業務量比重分別增長 0.7、0.4 個百分點。

投資建議。整體來看，12 月份業務量增速減緩，但快遞行業仍處於上行趨勢。個股來看，推薦快遞行業龍頭圓通速遞及具備顯著估值優勢的申通快遞，尤其是近期快遞版塊“重組潮”來臨，配銜機會良好。圓通速遞作為首家成功上市的快遞公司，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。申通快遞作為 A 股 4 家快遞上市公司中估值最低的公司，從 ROE、ROA 來看卻擁有行業最高的盈利能力，且業績料與圓通差異不大。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，我們認為申通快遞未來估值修復預期較大。

風險提示。需求增速及電商增長不達預期、並購整合速度低於預期。

愛爾眼科（300015）：眼科連鎖醫院龍頭，底部價位堅定看好

作為國內最大的眼科連鎖醫院，愛爾眼科投資邏輯主要有以下四點：

- 1) 簡單化、標準化、專業化，愛爾眼科的連鎖模式具有極強的可複製性，且隨著規模擴大複製的效率在不斷提升。
- 2) 並購基金提升擴張速度與效率。
- 3) 准分子手術、白內障和視光業務天花板遠未觸及，白內障 2/3 季度增速放緩為短期現象，公司長期將持續高增長趨勢。
- 4) 公司目前股價 29.76 元/股，對應 2017 年 PE 僅 41 倍，不考慮增發及體外門店注入，公司 2016-2018 年淨利潤分別為 5.59、7.28、9.60 億元，同比增 30.61%、30.38%、31.70%，當前股價處於底部，堅定看好。

風險提示：醫療事故的風險。

天源迪科（300047）：業績增長 70%-100%，大資料平臺跨行業拓展順利

業績快速增長。公司發佈業績預告，2016 年歸屬於上市公司股東淨利潤為 1.07 億元-1.26 億元，同比增長 70%-100%；2016 年 4 季度單季度歸母淨利為 0.83 億元-1.02 億元，同比增長 64%-101%。2016 年非經常性損益對淨利潤影響約 2100 萬元-2500 萬元，2015 年影響金額為 1033 萬元。如果以 2016 年非經常性損益上線 2500 萬元作為測算，2016 年扣非後歸母淨利約為 0.82 億元-1.01 億元，同比增長 56%-92%。業績增長的驅動因素包括：（1）電信行業收入穩定增長；（2）在公共安全行業，警務雲大資料平臺系列產品及交通大資料平臺產品市場影響力和收入快速提升；（3）企業級應用同步增長。

加快大資料平臺跨行業應用。報告期內，在大資料方面，公司推出了大資料獲取、計算、開放共用、資料資產管理等一系列產品，增強了海量非結構化資料的處理技術。這些產品和技術在通信、公安、廣電等行業迅速推廣，在新客戶處降低了交付成本，更快速地滿足了客戶的要求。2016 年，公司在通信行業推出了基於大資料平臺的新一代即時行銷系統。2017 年大資料新產品計畫包括：（1）基於大資料平臺海量挖掘的產品，將 AI 技術應用到挖掘平臺；（2）公安行業的應用；（3）通信行業的智慧運營，將首先於企業內部和生產包括計費、CRM、網路管理資料等；（4）與威恩貝特的合作，開展大資料平臺在銀行領域的應用，應用場景包括風險控制及運營等。

警務雲大資料平臺跨區域拓展順利。公司的警務雲大資料平臺，是針對公安行業提供的新一代一體化綜合性產品，為公安行業多個市局開發警務雲平臺軟體，提供不同警種模型戰法服務，改變了使用者大面積下發海量資料的傳統工作模式。採用“平臺+服務”模式，1) 平臺：大資料平臺+SaaS 服務平臺+開放式應用平臺；2) 服務：資料組織服務+模型開發服務+應用訂制服務。該業務已經在深圳、珠海形成標杆性專案。2016 年 10 月，公司作為平臺專案承建商，助力珠海公安大資料中心專案成功上線。目前，公司警務雲大資料平臺覆蓋的區域包括深圳、珠海、新疆、武漢、天津等，後續有望進一步向其他城市拓展。

盈利預測與投資建議。我們認為，公司“BOSS 雲+大資料平臺”的跨行業應用有望為公司奠定堅實業績驅動基礎。我們假設威恩貝特於 2017 年並表，並考慮增發攤薄以及威恩貝特業績增厚等因素，我們預計，公司 2016-2018 年 EPS 分別為 0.29、0.48 和 0.63 元。參考同行業可比公司，給予公司 2017 年動態 PE45 倍，6 個月目標價 21.40 元。“買入”評級。

風險提示。大資料平臺跨行業拓展低於預期的風險，系統性風險。

歌力思（603808）：股權激勵彰顯成長預期，堅定打造中國高級時裝集團

公司發佈第二期限制性股票激勵計畫，擬向 340 名公司、控股子公司員工授予限制性股票 1147.50 萬股，占現有總股本 4.62%，授予價格為 15.39（元/股）本期股權激勵將分兩期解鎖，解鎖比例分別為 50%。公司層面業績考核以 2016 年淨利潤為基數，2017 年淨利潤增長率不低於 35%，2018 年淨利潤增長率不低於 45%。合計攤銷費用為 4563.29 萬元，其中 2017/2018 分別攤銷 3675.12/888.17 萬元。

公司再推股權激勵方案彰顯對未來發展信心，堅定打造中國的高級時裝集團的戰略理念。此次股權激勵計畫覆蓋範圍包括公司原有骨幹員工，同時對近期收購的標的子公司管理層等均進行覆蓋，綁定相關利益。Ed Hardy、百秋團隊利益一方面與其 KPI 考核指標掛鉤，且與公司整體業績綁定，全面激發子公司員工積極性，各個團隊未來成長空間大，公司整體業績可期，推薦！

風險提示：宏觀經濟持續疲弱，新品牌擴張不達預期。

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。