

宏觀

4 季度經濟資料點評：經濟平穩收官，防風險促改革

2017年1月20日，國家統計局公佈了2016年4季度的經濟資料。其中4季度GDP同比增長6.8%，1-12月固定資產投資同比增長8.1%，12月工業增加值同比實際增長6.0%。12月份社會消費品零售總額31757億元，同比名義增長10.9%。

① 經濟增速平穩收官。16年全年GDP增速6.7%，較15年小幅回落，其中4季度GDP增速略反彈至6.8%，經濟平穩收官。其中12月工業增速回落至6%，比之前的4個月略有減速。

② 投資增速穩中有降。12月投資增速6.3%，較11月下。但4季度投資增速7.8%，較3季度略反彈，其中主要受地產和製造業投資回升的支撐。4季度三大類投資中：製造業逐月回升，12月升至10.3%；基建逐月下，12月跳水至4.3%，成為主要拖累；房地產先降後升，12月反彈至11.1%。

③ 地產需求拐頭向下。12月地產銷量增速因低基數反彈至11.8%，但4季度增速14.4%，較3季度大幅回落，限購限貸政策效果顯現。待售面積降幅擴大，指向地產去庫存仍在延續。雖然12月土地購置面積增速因高基數回落，但4季度土地購置、新開工增速均較3季度回升並轉正，前期地產需求旺盛帶動當期地產投資改善。

④ 防範風險深化改革。16年經濟平穩收官，但增長穩定的代價是房價大漲、杠桿驟升、匯率承壓。中央經濟工作會議定調，抑制地產泡沫、防範金融風險和推進改革將是17年首要目標。12月房價環比大幅回落，而限購限貸政策仍在鋪開，17年有望保持定力繼續抑制地產泡沫。而當前多個省份在其地方兩會中將國企改革列為主要任務之一，17年混改料將繼續推向縱深。

債券

近期債市觀點：春節資金無憂，債市節前震盪

春節資金無憂。上周央行加大逆回購投放力度，並動用臨時流動性便利操作為大行投放資金。短期經濟穩定、匯率壓力未除，1季度通脹風險仍存，金融去杠桿仍在進行，貨幣政策基調仍維持中性。歷年春節前資金利率都會抬升，今年回購利率處於5年來中間位置，預計在央行投放下，今年節前資金面料將平穩，7天回購利率區間2.5-3%。

基本面回落需等待，去杠桿政策成擾動。12月工業增速回落至6%，基建投資下滑，製造業投資逐月回升，地產投資短期依然反彈，固定資產投資呈現穩中有降態勢。地產投資後續能否下行成為市場關注焦點，從領先指標看，銷量累計同比增速仍在下行，新開工也並沒有明顯反彈，後續投資增速很難持續上行。經濟基本

面回落還需等待。短期去杠杆又出新招，同業存單納入同業負債或迫使一些同業擴張激進的銀行收縮戰線，對債市形成擾動，後續去杠杆政策或持續對債市造成影響。債市節前震盪。從長短端期限利差看，國債和國開目前都處於中性水準，但當前 10 年期國開與國債利差已攀升至幾年來較高位置，已具備一定配置價值。預計節前債市將維持震盪格局，短期上調 10 年國債區間 2.9%-3.3%，節後存在很長一段時間的資料真空期，待資金面恢復平穩後，對基本面的預期差或帶動債市上漲。

信用配置機會。從收益率絕對水準看，信用債有一定配置價值，但仍有兩大制約：一是資金面，央行雖通過公開市場大量投放資金，但資金成本仍高，脈衝式的資金緊張仍不可避免，而節後又面臨流動性回收，資金面仍有不確定性；二是監管政策，同業存單和理財監管新規尚未落地，市場觀望情緒較濃。短期仍建議降低久期和杠杆，等待節後機會。

策略

熬過冬天就是春天

如何定性此輪下跌？震盪市中的回撤。（1）維持前期判斷，本次下跌是震盪市中的回撤。回顧歷史，一輪熊市下跌跌幅通常在 20% 以上。近年來，典型的四次趨勢性下跌分別為 11 年 4 月-12 年 1 月（最大跌幅 30.5%），15 年 6-7 月（最大跌幅 34.9%），15 年 8 月（最大跌幅 28.8%），16 年 1 月（最大跌幅 28.4%）。這幾次大跌均發生在宏觀政策或基本面發生重大變化的背景之下。而本次下跌並未看到宏觀政策或基本面發生根本性變化，我們認為本次下跌是震盪市中的階段性回撤。（2）短期利空逐步消化中。我們定性本輪下跌不是新一輪熊市下跌，一方面是因為沒看到宏觀政策或基本面的轉折性變化，另一方面是因為引起市場下跌的三個利空因素偏短期。三個利空：一是保險資金舉牌監管從嚴、二是資金利率升、三是 IPO 加速發行，均為短期因素。此外從成交量和換手率的萎縮情況看，此前均萎縮到前期高點的 3-4 成，目前已經五成，利空因素已在消化中。

如何理解中小創的新低？消化估值中。（1）中小創持續走弱，本質上是消化估值。絕對估值方面，16 年中時中小板（剔除券商，下同）PE（TTM，整體法，下同）為 63 倍，創業板（剔除溫氏股份和東方財富，下同）為 89 倍，如今經過半年調整，中小板 PE 為 49 倍，已經回到 14 年底水準，創業板 PE 為 65 倍，回到 14 年初水準。如果按年報業績增速計算，年報披露後中小板 PE 將下降到 42 倍，回到 14 年中水準，創業板下降到 57 倍，回到 13 年底水準。如果 17 年一季報繼續維持此增速，中小板和創業板的 PE 水平均將回到 13 年中水準。（2）也是存量博弈的震盪市里調結構的結果。16 年中以來市場熱點主要集中在國企改革、PPP、週期股、險資舉牌等熱點上，這些熱點基本上集中於主機板，資金從中小創流向主機板。從基金四季報可以看出，主機板占比 52.7%，提升 5.3 個百分點，中小板、創業板占比分別為 26.9%、20.4%，環比分別下降 2.4 和 2.9 個百分點。

應對策略：熬過冬天就是春天。（1）無需恐慌，逢低佈局。上周市場繼續創調整新低，利空進一步消化，雖然投資者情緒變差，我們認為，無需恐慌。我們仍然定性本輪下跌是震盪市的回撤，而非新一輪熊市下跌。目前看，引起市場下跌的三個利空因素逐步消化中，情緒指標也顯示市場調整過大半，此時更多開啟逆向思維，逢低佈局，熬過當前的冬天，春節後有望迎來春天。未來正面的因素如利率回落、地方兩會推動地方國

改，同時，特朗普就職演講中屢次提到要“美國優先”，需觀察後續政策實施情況。（2）繼續以價值股為底倉，持有國企改革、“一帶一路”及油氣鏈。

風險提示。業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

大市導航

通信設備：周觀點——短期關注超跌反彈，繼續推薦光通信

上周通信行業漲幅居前個股特徵明顯，一是超跌反彈，以光環新網、春興精工為代表；二是國企改革，資產注入預期較明朗的中電廣通、上海普天。我們挑選近一個月跌幅在 10%及以上、2017 年 PEG< 1、2016 年淨利潤增長且 2017 年淨利潤增速在 30%以上、PE 在 40x 以內個股，包括新易盛、博創科技、網宿科技、宜通世紀、中恒電氣、寧波建工、神州泰岳、盛路通信、創意資訊、天源迪科，關注這些個股短期的超跌反彈機會。

1 月份，我們從子行業景氣度及公司基本面角度，推薦光模組&光網路設備子行業：重點推薦光迅科技、烽火通信，其次新易盛、博創科技，及關注中興通訊、中際裝備；光通信行業景氣度高且具持續性，估值已調整到比較好的配置區間！5G 的主題投資角度，我們也優先推薦光模組及光網路設備子行業。光纖光纜子行業 A 股龍頭中天科技、亨通光電 2017 年估值均已回落到 11~15xPE 的歷史合理區間，在二家企業均預期與 2017 年上半年完成定增發行及港股長飛光纖光纜回歸 A 股的背景下，中天、亨通可作為防禦配置的優選標的。

國企改革是 2017 年包括通信行業在內的，重要主題性機會。中國聯通、星網銳捷是通信行業比較代表性的混改標杆。通信行業國企改革機會上，我們重點關注類中國聯通、星網銳捷的混改模式和號百控股模式的資產注入模式。梳理電信行業的央企序列和地方通信國企，在中國聯通、星網銳捷之外，尚未國改、建議關注的標的：大唐系~大唐、高鴻股份等；普天系~東方通信、上海普天、東信和平；郵科院系~長江通信；中船系~中電廣通；地方國資的陝西省~烽火電子。建議關注：中電廣通、烽火電子、長江通信，及其實際控制人資產注入預期。

此外，具有一定安全邊際對標、小市值個股的交易性機會，建議關注日海通訊（現價與珠海潤達泰溢價收購控股權價格仍有 35%價差、12/10 大額員工持股計畫啟動實施對股價是重要推動）、北緯通信（實際控制人和核心高管 2016 年持續單向增持、業績反轉）等。

1 月份行業組合：光迅科技、中國聯通、烽火通信、中興通訊、博創科技、梅泰諾、北緯通信、日海通訊、神州數碼、網宿科技、高新興。

風險提示。市場的系統性估值波動。

石油化工：深化改革與提質增效，“三桶油”2017工作會議盤點

近期中石油、中石化、中海油分別召開了2017年工作會議，綜合“三桶油”2017年工作會議主要內容，我們認為，深化改革、提質增效將是2017年“三桶油”的重要工作。

投資機會分析：

改革：專業化重組、平臺化整合。“三桶油”通過對旗下資產進行重組整合，並實現資產證券化，一方面有助於經營效率的提升，另一方面也有助於企業價值最大化。2015年中石化完成對旗下石化油服、石化機械的重組整合並上市；2016年中石油將工程建設板塊、金融板塊資產借助旗下上市公司天利高新、石油濟柴實現平臺整合並上市。隨著中石油通過集團混改指導意見，中石化強調要加大改革執行力，做大做優國有企業，我們認為2017年“三桶油”將在改革方面繼續推進。建議關注“三桶油”旗下上市公司：泰山石油、四川美豐、大慶華科、山東海化。

提質增效：上游盈利改善，下游繼續高盈利。隨著油價企穩回升，上游油氣開採有望逐步減虧；在石化行業高景氣背景下，煉化業務有望繼續高盈利，我們預計“三桶油”2017年盈利將較2016年有明顯改善。建議關注中國石化、中國石油、上海石化。

加大油氣勘探開發力度。在經過了2015-16年連續兩年資本支出及油氣產量下降後，“三桶油”在2017年的工作任務上都強調了上游油氣開採力度要加大，油氣產量要穩中有升。中海油在2017年戰略規劃中預計公司2017年資本支出同比增長20-30%，我們預計中石油、中石化上游油氣勘探資本支出也將有20-30%的增長。上游油氣資本支出的提升，有助於油服及設備類公司訂單、收入及盈利的回升。建議關注石化油服、石化機械、中海油服等。

風險提示。油價回落、改革進度低於預期。

有色金屬：周觀點：共和黨執政更利好金屬價格

每週隨筆：美國兩黨輪替與國際金屬價格週期。美國兩大執政黨近年來顯示出一定的執政週期性，其經濟政策的異同對美國乃至全球經濟具有重大影響。民主黨主張國家干預的凱恩斯主義以及擴張性的經濟政策。共和黨則偏好保守主義以及緊縮性的經濟政策。歷史上共和黨傾向積極財政政策，減少所得稅率，擴大軍費開支，導致金屬價格往往在共和黨執政期出現更大幅度上漲。

大宗商品價格走勢。上周（1月16日-1月20日）金價上漲1.08%，銀價上漲1.61%，WTI價格下跌1.11%，倫銅價格下跌2.61%，美元指數下跌0.43%，全球鋼鐵指數上漲1.14%。

上周評論：共和黨執政更利好金屬價格。1995年中國用銅量為87萬噸，美國250萬噸，兩者占全球總需求量分別為7%和21%；20年後，中國用銅量超過1100萬噸，美國不到180萬噸，占全球分別為49%和7%。無論美國執政黨如何變化，用銅量下降成為趨勢：美國基礎建設條件差（高速公路、機場、橋樑、隧道和鐵軌）成為公認現象，反應在終端需求則是建築用銅量超48%（水管），而電力用銅量只有21%（基建）；這

和發展中國家或不發達國家的下游需求迥然不同，如中國電力用銅超 45%，建築用銅只有 18%（發展中國家更多用塑膠或鋼代替銅材銅管）。

具體到金屬價格，雖然決定因數在於經濟好壞，但兩個黨派在不同執政期間對於價格走勢以及漲跌幅度的影響呈現出明顯規律。共和黨傾向積極財政政策，同時海外軍事活動加大，這導致金屬價格往往在共和黨執政期出現更大幅度上漲（最明顯例子就是 2000 年後小布希執政的“商品黃金 10 年”）。

當前金屬供需處於緊平衡狀態，微妙的邊際變化會引發價格巨大反應。共和黨“基建潮”很可能逆轉供給過剩局面；同時，中國“走出去”政策預計會不斷帶動周邊國家經濟發展，這些人口密度大且年輕的經濟體有望成為原材料需求的另一股新增力量。堅定看好 2017 年以銅、鈷為首的金屬價格走勢。

經濟指標簡述：北美方面，美國 12 月未季調 CPI 年率上升 2.1%，升幅創 2014 年 6 月以來最高，符合預期且高於前值 1.7%；美國 12 月季調後 CPI 月率上升 0.3%，與預期值持平，高於前值 0.2%。美國 12 月工業產出月率增長 0.8%，好於市場預期和前值，前值由下降 0.4% 下修為下降 0.7%；預期為增長 0.6%；美國經濟資料靚麗助美元強勢反彈。

海通有色 1 月組合：海通有色 2017 年 1 月投資組合：洛陽鉬業（20%）、銀泰資源（20%）、江西銅業（15%）、山東黃金（15%）、雲南鎳業（15%）、紫金礦業（15%）。上週（1 月 16 日-1 月 20 日）海通有色組合上漲 1.50%，申萬有色下跌 1.41%，滬深 300 上漲 1.05%。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

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。