

## 宏觀經濟

## 央行變相加息，誰的眼淚在飛？——評逆回購利率上調

事件：2017年2月3日，中國人民銀行將7天期逆回購利率從2.25%上調至2.35%，14天從2.4%上調至2.5%，28天從2.55%調至2.65%；同時，根據媒體報導，將隔夜SLF利率從2.75%上調至3.1%，7天SLF利率從3.25%上調至3.35%，1個月SLF利率從3.6%上調至3.7%。我們的觀點是：

1. 央行貨幣轉緊。本次利率上調是短期經濟穩定、通脹回升背景下，央行對於金融同業大幅擴張和天量信貸做出的去杠杆舉措，與13年監管非標擴張類似，也確認貨幣政策已中性轉緊。
2. 類似變相加息。對於中國央行而言，存在兩套官方利率，一是大家所熟知的存貸款利率，另一套主要以回購招標利率為代表，因而回購利率的上調其實也代表央行正式變相加息。
3. 貌似影響不大。社融總額中70%是貸款，10%是表外貸款，而債券相關的企業債融資占比只有14%。這一次回購利率上調幅度只有10bp，相當於全社會利率整體提高1.4bp，貌似影響不大。
4. 債市提前、充分反應。但是由於央行早在16年8月就開始拉長逆回購期限，並加大MLF操作力度，而債市從16年11月就開始調整，全社會的平均利率已經上行了14bp，相當於0.7次正式的貸款加息。
5. 貸款反應滯後，利率趨於上升。目前銀行的貸款利率由自己決定，而銀行資金在債券和貸款兩個方向存在蹺蹺板效應，由於其配路的債券類資產利率普遍上行100bp，其對貸款利率的要求也提高，否則就不如多買債券。
6. 地產凜冬將至。央行在貨幣市場加息的結果，其實意味著房貸利率存在著大幅上調的風險，如果未來房貸利率持續上行，疊加政府對部分一二線城市投機投放限購限貸的鋪開，地產市場的嚴冬或將到來。
7. 商品高處不勝寒。16年的商品價格上漲，供給收縮只是部分原因，而需求擴張才是主要原因。在利率上升的衝擊之下，17年的商品市場也是高處不勝寒。
8. 經濟下行風險加大。16年下半年以來經濟有明顯改善，其實主要歸功於庫存週期。但是如果商品價格不再上漲，那麼企業補庫存的動力就會逐漸消失，庫存週期也會很快結束。

9. 助於穩定匯率。利率回升也並非一無是處，利率相當於是貨幣的內在價值，因而國內利率的上升提升了人民幣的內在價值，疊加美元走弱，17年上半年的人民幣有望階段性企穩。
10. 股市、債市風險有限。真正決定債市走勢的是經濟基本面，央行變相加息其實有助於抑制地產泡沫和通脹風險，助於穩定匯率，最終反而對債市有利。從短期看，利率上行對股市也有負面影響，但影響要小於債市。從長期看，如果政府決心抑制地產泡沫，而且能有效防範金融風險。那麼資金將有望從地產市場流出，而股市有望受益於資金的回流。中國經濟在化解了地產“腫瘤”之後，其實有望更加健康，而股市是實體經濟的反映，也有望反映經濟結構的改善。

### 計入年報業績，中小創 PE 回到 14 年前後——2016 年年報預告分析

核心結論：①中小板、創業板年報預告已披露完畢，淨利同比 54%、41%（剔除溫氏和東財 39%），三季報 33%、34%（37%）。②計入年報預告，中小板、創業板（剔除溫氏和東財）年報披露後 PE 為 42 和 57 倍，回到 14 年中和 13 年底，一季報後均將降至 13 年中。③年報預告業績較優且與估值匹配的行業如照明設備、石油化工、黑色家電等。

中小創年報預告淨利增速均超 40%。截至 1 月 27 日，披露年報業績預告的公司共 2360 家，中小板（由於中小板的券商不強制要求披露業績預告，以下中小板相關的資料均不含券商）、創業板已經全部披露完畢，主機板披露率為 57.2%。從年報淨利潤同比來看，主機板、中小板、創業板分別為 14.6%、54.4%、41.4%，相對今年三季報的-0.4%、32.9%、33.7%，三者均大幅改善。創業板剔除溫氏股份和東方財富後為 39.1%，而三季報為 37.4%。綜合來看，中小創依舊保持了較高增速，目前中小板和創業板的 PE(TTM，整體法)分別為 50.4 和 58.2 倍，如果未來一年繼續保持此增速，並且股價不變，一年後 PE 變為 32.6 和 41.2 倍。

創業板：四季度淨利同比為 36%，保持高增長。同比角度，創業板全體和創業板指數（100 家）四季度單季度淨利同比分別 36.4%、29.3%，三季度分別為 37.5%、36.6%，而剔除溫氏股份和東方財富後為 42.1%、38.2%，三季度分別為 37.4%、47.1%。環比角度，兩者四季度淨利環比分別為 25.9%、14.3%，而 12-15 年歷史上四季度淨利潤環比的平均水準為 42.1%、46.7%，創業板全體略高於歷史平均水準，而創業板指數略低於歷史平均水準。如今創業板（剔除溫氏和東財）PE 為 66 倍，回到 14 年初水準，年報披露後創業板下降到 57 倍，回到 13 年底的水準。如果 17 年一季報繼續維持此增速，創業板的 PE 水準將回落至 52 倍，回到 13 年中的水準。

中小板：四季度淨利同比為 98%，大幅提高。同比角度，中小板全體和中小板指數（100 家）四季度單季度淨利同比分別為 97.7%、23.3%，相比第三季度的 38.9%、39.2%，中小板全體四季度大幅改善，主要因鼎泰新材、韻達股份等幾隻個股淨利潤增幅上百倍有關，而中小板指數業績增速則有所下降。環比角度，兩者四季度環比分別為 40.2%、23.3%，而 12-15 年歷史上四季度淨利潤環比的平均水準為 6.1%、21.7%，本季度中小板全體環比高於歷史平均水準，中小板指數與歷史平均水準相

近。如今中小板 PE 為 52 倍，已經回到 14 年底的水準。年報披露後中小板 PE 將下降到 42 倍，回到 14 年中的水準。如果 17 年一季報繼續維持此增速，中小板 PE 水平均將回落至 37 倍，回到 13 年中的水準。

行業年報前瞻與個股篩選。根據現有的披露資料，分析行業年報業績，同時結合歷史資料和估值，我們篩選了業績較優的行業，如照明設備、石油化工、黑色家電、造紙、林業、信託等。綜合考慮公司業績的增長性，估值的合理性，並排除了基期因素與業績突變的影響，我們對已經披露年報預告的公司進行了篩選，具體標的有華聯控股、仙壇股份、新鋼股份、贛鋒鋳業、恒逸石化、亨通光電、澳洋科技、中天能源、寶勝股份、北方國際和明泰鋁業等。

風險提示。業績預告與實際公佈業績存在差距。

## 大市導航

### 資訊科技服務：2017 十大科技趨勢方向預測

- 1.重新定義計算的邊界。計算無處不在，隨著車載電子、穿戴電子、雲計算、物聯網發展，計算不再局限於有形的電腦設備，而是融入生活場景之中處處可見。業界巨頭投資新一代基礎軟體技術、雲計算技術和物聯網技術，也許能為下一代異構軟體平臺和大資料共用打開全新的一扇門。
- 2.互聯網線上線下商業融合。O2O 的爭議不再局限於是線下到線上還是線上到線下，因為互聯網線上線下資料共用和應用已成為發展潮流。二維碼和小程式等應用成熟後將為互聯網線下場景的發展帶來更加廣闊的天地。
- 3.雲安全突破傳統網路安全界限。企業裡雲計算 PaaS 和 SaaS 服務的滲透使得傳統的單點安全防護不再有效，企業網路安全未來必將聚焦資料鏈的安全。傳統網路安全產品轉型安全生態平臺。工控和物聯網帶來新的安全需求將打破傳統網路安全市場天花板。
- 4.企業軟體 SaaS 服務駛入快車道。基礎設施成熟和安全技術升級減少了企業軟體 SaaS 服務推廣的阻力，傳統軟體許可證盈利模式轉型雲服務長期經營性收入。互聯網模式大大提高了 SaaS 的需求，偏應用層的 SaaS 服務將持續創新商業模式，新的盈利模式誕生不足為奇。
- 5.輔助駕駛開啟智慧駕駛新賽季。產業巨頭聯手發力輔助駕駛、人工智慧，CES 展大秀概念車型。車廠和科技廠商合作無疑將推動智慧汽車再上臺階，語音交互、擬人化設計將人工智慧更好地融入移動交通工具，充分發掘車載移動空間互聯網潛力。
- 6.GPU 為人工智慧提供計算支撐。GPU 不再是高性能計算、平行計算的專利，深度學習將更多地利用 GPU 計算力。GPU 相對於 CPU 的高性能，和相對於 FPGA 的高性價比使其成為目前訓練學習模型的主力晶片。

7.無人機發展受益於通航產業發展。法制的逐步完善和通航低空的逐漸放開，使得無人機在巡線、物流、消費娛樂等領域應用前景廣泛。軍工、工業領域對於無人機需求進一步提高。

8.大資料決策下沉到細分行業。大資料告別初期政府支援和科研時代，進入了互聯網和企業應用的時代。2017 年工業領域、健康醫療、金融領域將更多地利用大資料應用進行智慧製造、智慧診斷、智慧投資等決策。

9.區塊鏈引領去中心化資訊架構。區塊鏈的應用已經從單一的數字貨幣延伸至經濟社會的各個領域，供應鏈管理、文化娛樂、智慧製造、社會公益、教育等行業在積極嘗試，最引人矚目的無疑是金融和物聯網領域的應用。

10.硬體升級推動冷熱大資料保護變革。集中式存儲架構變革和存儲介質的變化都使未來高性能存儲不再是資料處理的瓶頸。冷熱大資料的分級存儲是未來大資料智慧管理的趨勢，未來將有多元化的存儲介質產生，大資料處理和保護將引來技術升級。

風險提示。1. 科技創新動力不足；2. 人工智慧推進不達預期；3. 物聯網發展緩慢；4. 雲計算基礎設施建設不達預期；5. 政策對金融創新監管嚴厲。

### **農業：農業 2016 年報業績前瞻：畜禽養殖帶動行業利潤中值同比增長 147%**

53 家農業公司的業績預告淨利潤中值同比增長 147%。67 家農業上市公司中的 53 家已經發佈了 2016 年業績預告或業績快報。這 53 家公司的業績預告淨利潤中值之和為 242.73 億元，同比增速為 147%，而業績預告淨利潤上限和下限之和則分別為 258.68 和 226.77 億元，同比分別增長 163%和 131%。同時，我們對海通農業重點關注的 42 家公司進行了盈利預測，這 42 家公司加權盈利增速為 100%，對行業利潤增速影響最大的為畜禽養殖，其次為飼料。

養豬暴利持續全年，養雞同比大幅好轉。從業績預告中值看，農業 10 個子板塊中果蔬飲料和種植 2 個板塊錄得虧損，其他 8 個實現盈利，種子、果蔬飲料、種植 3 個子板塊業績下滑，其他 7 個實現增長，增速最低的動物疫苗板塊為 43%，最高的林木及加工板塊達 11676%。畜禽養殖板塊體量最大，增速亦達到 185%，帶動整個農業行業業績大增：

1) 豬價高企，成本下行，養豬暴利持續全年。2016 年全國生豬均價達到 18.53 元/公斤，而 2015 年僅 15.26 元/公斤，同比漲幅 21%，養豬業全面盈利。同時玉米價格由於取消臨儲等政策刺激，全年均價僅 1911 元/噸，同比下降 17%，使得養豬成本亦大幅下滑，養豬業暴利持續全年。我們預計溫氏股份、牧原股份、正邦科技、雛鷹農牧、天邦股份利潤分別達到 120 億元、22.5 億元、10.3 億元、9.5 億元、3.7 億元，增速分別達 93%、278%、231%、331%、232%。

2) 雞價震盪，均價回升，業績同比大幅扭虧。2016 年雞價雖在上半年快速上漲後有所回落，但總體均價高於 2015 年，其中父母代雞苗全年均價 43 元/套，同比上漲 334%，商品代雞苗均價 3.38 元/羽，同比上漲 113%，毛雞均價 7.72 元/公斤，同比上漲 6%。我們預計益生股份、民和股份、聖農發展分別實現盈利 5.9 億元、1.55 億元、6.9 億元，都大幅扭虧，仙壇股份盈利 2.45 億元，同比增長 986%。

3) 產業鏈延伸+生豬補欄回升，飼料企業業績改善。由於一季度開始，生豬補欄積極性提升，飼料企業走出低谷，迎來業績的持續改善，加上部分企業發展生豬業務，也為業績增長作出巨大貢獻。我們預計唐人神、金新農、大北農、禾豐牧業、新希望業績增速分別達到 138%、59%、25%、38%、20%。通威股份由於光伏業務並表，預計 2016 年合併利潤達 10.3 億元，海大集團飼料銷量持續提升，全年業績預計實現 17%左右增速。

4) 種子板塊繼續分化。種子板塊中預計登海種業、荃銀高科、隆平高科增速分別為 22%、30%、10%，而其他種企業績全面下滑。

5) 動物疫苗各企業繼續穩健增長。2016 年招標苗的下滑使得相關疫苗企業業績受到拖累，但通過市場化銷售的補強，各家企業仍實現穩健增長，其中普萊柯、生物股份、瑞普生物預計分別實現 35%、30%、25%增長，中牧股份由於貿易虧損拖累，預計增幅較小。

風險提示。宏觀經濟下滑，農產品價格大幅下跌。

## **傳媒：海通傳媒--教育行業新機遇系列之一：二孩時代的“幼稚園荒”，機遇與挑戰並存**

學前教育日益增長的需求和優質幼稚園的稀缺是行業發展推動力，但行業競爭也在加劇。一方面，國家積極普及普惠幼稚園，社區配套幼稚園以公辦幼稚園和非營利性普惠性幼稚園為主已成為方向，未來低端民辦幼稚園將面臨辦園空間受擠壓、生源競爭激烈、優質教師來源困難等困難，生存面臨壓力，另一方面，中高端及特色幼稚園發展仍處於初期階段，在同質化競爭中，在營利性民辦學校收費採取市場調節的政策背景下，稀缺優質教育資源有望獲取高額溢價。

推薦標的：1) 威創股份：打造枝繁葉茂的兒童產業生命之樹；2) 長方集團：立足 LED 產業鏈，打造投資+運營的幼教平臺。

風險提示：市場風險、行業相關政策風險、相關個股經營風險及並購融資推進不及預期風險等。

## 有色金屬：有色板塊投資框架系列Ⅲ：彈性全梳理

貴金屬。黃金企業多為大白馬公司，業務清晰專注，對金價的業績彈性強。若黃金每提價 100 美元/盎司，相當於提價約 10%，各公司盈利增量市值比排序為中金黃金、紫金礦業、山東黃金、湖南黃金等。值得一提的是銀泰資源，公司擬定增收購埃爾拉多中國境內金礦資產權益，新增黃金業務，資源儲量生產能力齊升級，我們認為其競爭力將大幅提升，未來業績有望大增。

白銀股的投資標的較少，銀泰資源和盛達礦業均是近年通過路換重組上市企業，興業礦業 2016 年新收購銀漫礦業、白旗乾金達。從業績彈性來看，若白銀每提價 2 美元/盎司，相當於提價約 10%，業績增厚排序為興業礦業、盛達礦業、銀泰資源、華鈺礦業與金貴銀業。

銅。國內銅領域的上市公司中銅儲量最大的、市值最高的公司都是紫金礦業，但是銅礦產量最高的是江西銅業，隨著雲南銅業收購普朗礦、洛陽鉬業收購非洲 Tenke 礦，這兩家公司的銅礦產儲量會有所增加。三家主要銅企的業績彈性排序依次是江西銅業、雲南銅業和銅陵有色。

鋁。國內鋁的上市公司中，南山鋁業 2016 年收購怡力電力一條具有 68 萬噸電解鋁產能的生產線和配套自備熱電廠，電解鋁產量將大增，成本也將降低。產量市值彈性從高到低排序為\*ST 神火、雲鋁股份、焦作萬方、南山鋁業、中孚實業。

鉛鋅。國內鉛鋅上游資源的上市公司行業龍頭為馳宏鋅鋇，從產量、儲量、市值來看均最大。鉛鋅領域的上市公司按鉛鋅礦產量的業績彈性排序前 5 名依次是馳宏鋅鋇、中金嶺南、建新礦業、西部礦業和中色股份。

錫鎳。國內錫領域的上市公司主要為錫業股份，產量穩居全球第一，目前錫礦產量大約為 3 萬噸/年。鎳領域的上市公司按鎳礦產量的業績彈性排序依次是恒順眾昇、ST 華澤和\*ST 吉恩，恒順眾昇因為收購了海外的 Madani 鎳礦和 BMU 鎳礦，鎳礦產儲量大幅提升。

小金屬。鈷金屬領域，盛屯礦業與格林美更多類似加工股，盛屯礦業於 2016 年 8 月發佈公告設立新公司投資剛果（金）年產 3500 噸鈷，10000 噸銅項目，格林美主要通過加工回收等方式生產鈷產品。洛陽鉬業與華友鈷業擁有自身儲備量，產量/市值彈性洛陽鉬業大於華友鈷業，其中洛陽鉬業擁有鈷權益儲量 28.56 萬噸，產量 0.88 萬噸/年，而華友鈷業目前自產鈷產量為 1000 噸/年，公司正在進行定增投資投資剛果（金）PE527 銅鈷礦項目，定增完成後可達 4100 噸/年。

稀土。國內輕稀土上市公司主要為北方稀土和盛和資源，龍頭為北方稀土，其分配到的礦產開採指標以及冶煉指標均占全國總量控制計畫一半以上，產量市值彈性為 133.28 噸/億元。按毛利增厚市值彈性排序為北方稀土，盛和資源。中重稀土領域上市公司中廣晟有色和廈門鎢業為稀土資源公司，\*ST 五稀主要為稀土冶煉。中重稀土行業龍頭為廣晟有色，儲量以及分離冶煉、稀土開採指標均為業內最高。按產量市值彈性排序分別為廣晟有色、\*ST 五稀和廈門鎢業。

不確定性分析。下游需求疲軟，產量不及預期。

## 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。