

## 宏觀經濟

### 春季行情走在路上

1) 利率上行有兩種情景：一是系統性上行，如07年3月-08年8月、10年10月-11年9月，為抑制過熱、控制通脹，央行上調基準利率並控制貨幣總量，所有利率進入上行週期。二是結構性上行，如13年，為實現債券去杠桿，央行上調政策利率但維持貨幣總量穩定，市場利率上行但貸款利率穩定。第一種情景股市風險逐步累積，緊縮政策影響基本面，最終形成大衛斯雙殺的熊市大跌，第二種情景股市區間震盪，占比80%的貸款利率和企業盈利穩定。繼1月上調MLF利率後，2月3日央行上調逆回購和SLF利率，這次利率上升屬於第二種情景，目的是防風險和去杠桿，類似13年。

2) 我們在12月月報《震盪階段的休整期》中提出市場進入休整期，觀點轉向謹慎。1月月報《靜候春季行情》中提出春季行情仍需等待，2月月報《開春擻袖子》建議更積極。2月3日上週五央行上調逆回購和SLF利率之後市場並未下跌，說明利空已經被price in。從情緒指標看，成交量和換手率萎縮至前期高點的四成，經歷兩個月調整，利空因素已逐步消化。

3) 存量博弈的震盪市中，結構機會偏向政策亮點和業績確定。政策亮點如國企改革、一帶一路。年初地方兩會密集召開，在中央經濟經濟工作會議定調混改後，地方兩會也有望就國企改革做出新部署。17日習總再提“一帶一路”，5月將在京舉辦國際合作高峰論壇，重申“一帶一路”進入2.0階段。臨近年報期，大部分上市公司已披露業績預告，震盪市業績為王，精選業績穩健增長，估值合理類品種。

風險提示：監管調控力度超預期，經濟增速下滑超預期。

### 利率上行是系統性或結構性，大類資產表現迥異

利率上行有兩種情景。利率體系包含政策利率和市場利率。如果用1年期定期存款利率代表政策利率，用10年期國債收益率代表市場利率，05年以來可以明顯看到有三次利率上行期，分別是07年3月-08年8月，10年10月-11年7月，13年3月-12月，但是這三次利率上行期宏觀背景和性質有所不同，前兩次是系統性上行，所有利率都進入上行週期。而後一次是結構性上行，市場利率上行，而存貸款基準利率保持穩定。

利率系統性上升時大類資產整體走弱。(1) 宏觀特徵：經濟過熱、通脹高企。利率系統性上行的根本原因是經濟增長過熱、通脹高企，市場利率率先上升，當通脹達到一定程度時（通常在 3% 以上），央行開始加息並控制信貸來抑制過熱、控制通脹。(2) 在利率系統性上升期市場表現優異順序為：貨幣 > 商品 > 地產 > 股票 > 債券。除了貨幣，其他大類資產最終都走熊，核心原因是貨幣緊縮政策最終使得經濟增速回落，所以在利率系統性上行期最優的投資策略是現金為王。(3) 初期企業盈利一般較好，市場仍能保持上漲或者震盪的趨勢，但是隨著利率不斷上升，風險不斷累積，企業盈利會出現惡化，估值也會下降，形成大衛斯雙殺。

利率結構性上升時大類資產表現分化。(1) 宏觀特徵：利率上行是為了金融去杠杆。利率結構性上行主要發生在 13 年 3 月-12 月，經濟基本面並不支持利率大幅上行。13 年的利率上行主要是央行為了“金融去杠杆”而導致的結構性的利率上行，市場利率不斷走高，然而並未提高存貸款基準利率。(2) 在利率結構性上升期市場表現優異順序為：貨幣 > 地產 > 股票 > 商品 > 債券，和利率系統性上升時表現不同，並不是所有大類資產最終都走熊，而是部分有結構性機會，如股市、地產等，核心原因是利率結構性上行時貨幣總量是穩定的，資金最終要尋找去處。(3) 13 年利率結構性上升期間，宏觀經濟增速較為平穩，股市企業盈利和估值都相對穩定，上證綜指全年呈現出震盪格局。此外 13 年股市是有明顯亮點的，爆發了中小創行情。

這次利率上行屬於結構性。(1) 本次利率上行為了金融去杠杆，是結構性上行。未來不排除央行會繼續上調逆回購、MLF、SLF 等政策利率，但存貸款基準利率調整的可能性不大。我們認為本次利率上行背景下大類資產排序：貨幣 > 股市 > 商品 > 債市 > 地產。(2) 股市仍是震盪格局，主線聚焦業績確定、政策亮點。16 年 12 月以來的下跌是震盪市回撤而非新一輪熊市下跌，經歷兩個月調整利空因素已逐步消化，未來兩個月可以更積極一些。存量博弈的震盪市中存在結構性機會，主線聚焦“業績確定”和“政策亮點”。

風險提示：貨幣政策持續收緊。

## 大市導航

### 農業：非典型豬週期下的豬價何去何從？

環保壓力催生非典型“豬週期”。由於中央政府和地方政府各個層面加強了對畜禽養殖環境污染的整治和監管，行業產能在環保壓力下持續去化，導致生豬養殖持續高度景氣之下，生豬存欄恢復卻十分緩慢，能繁母豬存欄更是一跌再跌，與歷史上傳統的“豬週期”完全不同。

產業結構變化影響深遠，規模化進程高速發展。當前，我國生豬養殖的規模化程度仍然較低，行業集中度還有很大提升空間。大型養豬場靠更低的養殖成本、更高水準的養殖技術、更優質的肉品以

及更完善的產業鏈，會逐漸吞併或者擠壓中小養豬場。生豬生產“十三五”規劃明確提出了 2020 年出欄 500 頭以上的規模養殖比例要從 2014 年的 42% 提升至 52%。

因此我們認為，未來 10 年將是中國養豬業規模化發展的黃金時期。

豬價走勢之謎。供需關係是生豬價格變化的主導因素，從供給面和需求面出發，我們分別梳理了值得持續關注的影響豬價走勢的因素和指標，以供參考；對於 2017 全年而言，部分省區的環保政策仍在重點執行期，能繁母豬存欄或將繼續在底部震盪緩慢上行，生豬存欄的快速恢復的可能性不大。從母豬價格來看，自 2016 年初開始節節攀升，目前仍處於高位，這意味著在豐厚的養殖利潤的驅動下，養殖戶補欄較為積極。我們預計 2017 年豬價將逐步下行，但有望維持在 16 元/公斤的相對高位，較 2016 年均價 18.5 元/公斤下降 13.5%。

區域化、規模化趨勢漸成，需求規模上升有限。中長期而言，我們判斷國內生豬養殖行業將形成以下特點：養殖重心北移，區域化差異確立；規模化促進養殖綜合效率提升；需求規模上升空間有限，品質漸成豬肉供給關注點。

生豬養殖企業的投資邏輯。未來養殖企業之間的競爭，將不只是養殖規模的比拼，更多的是產業鏈各個環節的較量。我們認為，未來週期的波動對生豬養殖企業業績的影響將逐步減弱，相應的投資邏輯將不僅僅從週期角度分析，更要從產業角度判斷，養殖企業的業績有望更加體現成長屬性，生豬產能的逐漸釋放將在一定程度上彌補豬價下行帶來的業績壓力，全年利潤仍將較為可觀。具體的投資標的選擇上，我們推薦業務純正、成本優勢明顯的牧原股份、溫氏股份，以及市值相對較小的正邦科技。

不確定因素。豬價景氣度不及預期，疫病風險。

## 券商：從“量變”到“質變”，信託業再次迎來發展機遇

信託資產規模穩步提升，占 GDP 比重不斷提升。信託行業在經歷了多年的高速增長後，進入平穩發展時期，截至 2016 年 3 季度末，全國 68 家信託公司管理信託資產規模為 18.17 萬億元，較 2015 年末增長 11%。儘管增速略低於前幾年，但是信託資產結構顯著優化。這一方面體現了中國經濟增長已經進入穩固期後，產業結構逐步調整，另一方面則是信託公司主動進行業務調整以適應市場需求和現狀。此外信託業管理資產規模占 GDP 的比重已由 2007 年的 3.57% 增長至 2015 年 23.66%，預計 2016 年占比將進一步提升至 25.74%。

收入結構優化，利潤增長迅速。隨著信託業務規模的飛速增長和信託公司主動管理能力的持續提升，信託行業的盈利能力實現快速增長。信託行業利潤從 2007 年的 158 億元增長至 2015 年的 751 億元，年複合增長率為 24.9%。2016 年前三季度信託行業收入總計 731 億元，利潤達 519 億元。

資金來源及投向更加多元化，強調主動管理能力。1) 銀信合作規模持續上升，但資產規模占比大幅下滑，信託公司對銀信理財合作業務的依賴度大幅降低，主動管理能力增強。2) 基礎產業及信證合作：由“高歌猛進”到“平穩過渡”。隨著“463 號文”以及監管收緊的影響，信託行業發展受到一定的制約。但幸運的是，地方政府融資需求並沒有因為監管政策的收緊而戛然縮減，另外，信託公司也對基礎產業信託產品進行了轉變和創新，改變了過去單純依靠政府承諾函、擔保函的方式，從而順利度過對新規的適應期和調整期。2013 年以後基礎資產信託的規模基本保持平穩，但資產規模占比卻逐步下滑，已由 2012 年末的 23.62% 逐步降低到 2016 年第三季度的 17%。

信託業再次迎來發展機遇。

1) 相關行業監管加強，帶來信託業增長動力。過去銀行/證券/基金/保險資管對信託業四面夾擊，但隨著 2016 年多項關於基金子公司、券商資管及銀行理財的監管新規頒佈，對相關行業做了進一步的約束，信託行業或將迎來小春天。尤其是通道業務，可能由基金子公司及券商資管轉向信託行業。我們假設未來幾年通道業務規模保持不變，在 20% 及 50% 轉換率的假設下，預計將分別為信託公司帶來收入 48/120 億元，分別占 2015 年信託收入的 4%/10%。

2) 把握核心優勢，轉型主動管理。信託公司已經逐步成為中國“實業投行”、最大的非標準資產證券化服務提供者。信託公司能夠整合運用幾乎所有的金融工具。未來，隨著信託行業主動管理能力逐步提升，信託業有望借此改寫資產管理行業的格局，成為可以銜接第一、三層級、兼顧資金端與資產端的全方位、多功能“資產管理+財富管理”機構，為資產管理行業的發展注入新的活力。

3) 信託業的先發優勢。信託業已在資產管理領域耕耘多年，無論是在業務範圍、人才積累、制度、風險控制還是創新能力方面都具有先發優勢。

相關標的。建議關注安信信託、陝國投 A。

風險提示：剛性兌付問題依然難解；外部環境形勢嚴峻；監管不斷升級。

## 券商：證券行業 1 月月報——1 月業績同比增長 350%，顯著改善

投資要點：

1) 1 月業績同比增長 350%，顯著改善；環比下降 18%，主要是由於市場交易下滑及春節因素。17 年預計證券行業同比增長 15%，中長期仍看好行業轉型。推薦華泰證券、廣發證券、光大證券、招商證券、寶碩股份、國金證券。

2) 1 月母公司口徑淨利潤同比增長 350%，環比下降 18%。截至 2017 年 2 月 7 日，23 家上市券商公佈 2017 年 1 月份業績。23 家券商實現母公司口徑營業收入 98.31 億元，同比+53%，環比-40%；母公司口徑淨利潤實現 33.89 億元，同比+350%，環比-18%。1 月業績環比下滑較多主要是由於節前市

場交易清淡，日均交易額下滑較多；春節因素使得投行項目進展放慢等因素。從同比資料來看，業績已經顯著改善。

3)1月經營環境：市場交易下滑，投行受春節因素影響。1月市場交投冷淡，日均股基交易額 3870 億元，環比下滑 23%，同比降低 32%。1月完成 IPO 54 家，募集資金 299.47 億元，數量及規模繼續增長；增發募集資金 630.05 億元，環比大幅下滑 83%，同比下滑 45%。債券承銷方面，企業債承銷 16 億元，環比大幅下降 26.5%；公司債承銷 474 億元，環比下滑 84.9%；企業債及公司債合計承銷 490 億元，環比下滑 36%，同比下滑 88%。截至 12 月 31 日，兩融餘額 8680 億元，環比下跌 8%，同比減少 5%。滬深 300 指數 1 月上漲 2.35%，上月下跌 6.44%，去年同期下跌 21.04%；中債總全價值數 1 月下跌 0.97%，上月跌 1.53%，去年同期下跌 0.2%。

投資策略：

1) 2017 年預計業績同比增長 15%。我們根據 2016 年經營情況以及未來可能的市場變化，估算在悲觀/中性/樂觀情形下，2017 年業績預計同比+4%/15%/23%。投行業務及資管業務預計將繼續增長，並成為 17 年業績改善的主要原因。

2) 機構業務、財富管理轉型仍是 2017 年重點。中國資本市場起步較晚，券商業務結構較為單一，這種業務模式下，券商業績對市場環境更為敏感，形成“靠天吃飯”的局面。隨著行業壁壘逐漸縮小、業內競爭加劇等因素，券商通道業務的利潤率將逐漸被擠壓，倒逼券商業務轉型。借鑒海外成熟市場，我們認為機構業務、財富管理轉型、並購重組仍是未來券商的轉型重點。

3) 從中長期來看，仍看好行業轉型，尤其是看好大型券商及特色券商。我們認為隨著負面影響逐步消化，證券行業創新有望恢復。我們仍看好券商業務轉型，單一通道服務商向資本仲介、財富管理轉型、創新業務多元化發展等方面值得期待。同時我們認為具有特色的、對傳統經紀業務依賴較小的券商，業績提升空間較大。

4) 重點推薦華泰證券（前瞻性強、經紀份額最大，未來財富管理轉型具優勢）、廣發證券（IPO 儲備項目數行業領先，股票承銷實力較強，直接受益於投行收入恢復）、招商證券（業務佈局全面，IPO 儲備專案居前）、光大證券（鳳凰涅槃、新三板具優勢）、寶碩股份（華創證券曲線上市，控股非標資產交易平臺，打造互聯網投行，市值小高彈性）、國金證券。

風險提示：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

**資訊設備：電腦看好的兩個次新股——萬集科技、星網宇達**

電腦次新股中，相對我們看好兩個：

1) 估值低：萬集科技，我們預計公司主業 17 年利潤在 1 億左右，目前估值 50 倍+，如果非現場執法業務放量，則估值

有望降到 30 倍+。具體請參考公司報告：《智慧交通細分領域稀缺標的》

2) 技術好：次新股估值都貴，如果挑一隻技術好的，星網宇達在慣性導航技術方面獨樹一幟。具體請參考公司報告：《星

網宇達：慣性技術研發應用領先者》

風險提示：次新股板塊回檔的風險，系統性風險。

### **航空航太與國防：軍工迎來開門紅，關注民參軍與超跌標的**

1) 軍工處於風口，關注民參軍與超跌標的。2017 年 2 月 3 日，新年首日軍工板塊迎來了開門紅，領漲各板塊。民參軍企業符合國家軍民融合大戰略，未來發展潛力巨大。當前，具有相對競爭力的民參軍企業已經在軍工領域開疆辟土，佔據相對穩定的市場份額。此外，加上軍工行業的天然護城河，民參軍兼具多重優勢。年報將至，民參軍企業正處於佳績兌現期，值得關注。另外，當前部分優質軍工標的增發後的股價正處於股價倒掛期。民參軍主線，推薦鵬起科技、華意壓縮、通光線纜、宏大爆破、高德紅外、天海防務、海特高新；增發倒掛標的，關注華力創通、傑賽科技、中光防雷、鳳凰光學。

2) 政策和行業動態。短期來看軍工估值處於相對低位，新一輪軍工行情具備啟動基礎。16 年 12 月，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，要求在電力、石油、天然氣、鐵路、民航、電信、軍工等領域邁出實質性步伐。在軍工央企的混改進程中，中國核建和中國船舶已列入首批試點，有望率先啟動，軍工集團或成混改先頭兵。當前，軍工集團資本運作提速並有新思路，科研院所改制有望突破。隨著沈飛集團整體注入\*ST 黑豹，以及南、北船合併預期的提升，預計後續行業政策、主題事件不斷出臺，有利於行業維持較高景氣度。

3) 我們重點推薦中航飛機（中航工業防務資產的整合平臺，C919 試飛預期）、湘電股份（綜合電力系統空間廣闊）、鵬起科技（剝離虧損，聚焦軍工高端製造）、中航光電（軍民融合標杆企業）、中直股份（直升機企業龍頭）。

風險提示：軍工訂單大幅波動風險；政策不及預期；改革進程緩慢。

## 房地產：H 股地產大幅上漲，A 股還要等待多久？

1) 三大原因造成 H 股地產大漲：1) 低估值高分紅是硬道理。目前 H 股地產龍頭 PS 在 0.5X, 16、17 年 PE 在 9.15X 和 7.28X，按照 15 年股息看股息率在 5.17%。2) 滬港通、深港通帶來資金南下；3) 龍頭企業 1 月銷售依據強勁。

2) H 股估值追趕 A 股仍成趨勢。H 股對資料和基本面反映更強是造成近期 A/H 股表現差異的主要原因。考慮目前 A 股地產龍頭 PS 在 0.65X，16、17 年 PE 在 11.38X 和 9.43X，按照 15 年股息看股息率在 2.39%。H 股地產估值仍明顯低於 A 股。

3) 市場波動不會改變藍籌優勢，我們看好自下而上機會。17 年行業高點回落，但總量仍可保障藍籌增長。

風險提示：系統性風險。

## 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。