

2017年02月10日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

實體經濟觀察 2017年第5期：需求寡淡，生產仍旺

1月經濟表現究竟如何？宏觀資料中，製造業PMI微幅回落，但高於過去5年同期。從中觀行業看：終端地產、乘用車需求雙雙大跌；發電耗煤增速受春節效應影響高開低走，但剔除春節效應後維持高位，而重卡銷量、CCFI持續回升，也都意味著工業生產並不悲觀。

經濟起步穩健也令地方政府變得樂觀，各省地方兩會制定的GDP增速目標，從過去兩年的零上調，變為今年的4省上調。

但地產投資仍是17年經濟揮之不去的烏雲——若政府能保持定力不放鬆，那麼地產需求仍將繼續走弱，並拖累後續地產投資下滑。

需求：下游地產、乘用車、家電、紡織服裝走弱，批零、旅遊平穩，文體娛樂弱反彈。中游鋼鐵、水泥、化工冷清，重卡仍旺。上游煤炭低迷，有色弱，交運尚可。

價格：上兩周國內生產資料價格平中有升，國際油價先跌後漲。

庫存：下游地產、乘用車回升，家電、紡織服裝回落。中游鋼鐵回補，水泥低位。上游煤炭去化，有色有去有補。

分行業觀察：

下游：地產：2月上旬地產需求依然低迷，住宅土地成交增速略降。乘用車：1月乘聯會乘用車銷量暴跌，經銷商庫存大幅高企。家電：12月冰箱、洗衣機廠家銷量增速略回落，庫銷比均降。紡織服裝：12月子行業收入增速漲少跌多，庫銷比繼續回落。商貿零售：春節消費平穩增長，一二線回暖，三四線仍旺。旅遊：春節黃金周期間旅遊收入增速略回落，需求穩定增長。文體娛樂：春節黃金周電影票房增速回落，整體差強人意。

中游：鋼鐵：鋼價假期平、節後升，上周社會庫存補，高爐開工升。水泥：節前高標水泥價格走平，庫容比低位持平創同期新低。化工：上周化纖原料價格持平，江浙織機負荷率低位元持平。重卡：1月重卡銷量同比暴漲1.2倍，需求旺+去年底藏銷量。電力：2月上旬發電耗煤增速因春節假期錯位大幅反彈。

上游和交運：煤炭：春節期間煤價橫盤，港口庫存降，電廠煤炭庫存天數升。有色：上兩周銅鋁價格先漲後跌，銅庫存續降，鋁庫存低位。大宗商品：上兩周油價先跌後漲，CRB 指數反彈，美元指數走弱。交通運輸：春運前三周航空客運高

增長，上兩周 BDI 降、CCFI 升。

風勁揚帆正當時——“一帶一路” 2.0 系列 (2)

一帶一路是 17 年中國對外開放戰略的重點，2017 年 5 月將在北京舉辦國際合作高峰論壇。經過幾年推進，經濟效益已逐漸顯現，一帶一路線上的西南省市 GDP 明顯高於全國。相關企業的海外訂單 14 年來持續高增長，政策面和基本面助推該主題，如中鋼國際、中國建築、洲際油氣、通源石油、開山股份、中國中車、烽火通信、中興通訊、中礦資源等。

風險提示：經濟超預期下行風險，海外經濟體金融危機風險。

大市導航

保險：大風起兮雲飛揚，估值提升通道開啟——保險行業 2016 業績前瞻暨春季投資策略

受此前降息影響，2016 年淨利潤整體下滑，但 NBV 大幅增長。1) 利率持續下行在股市平穩期導致投資收益大幅減少和準備金多提，預計中國人壽、中國平安、中國太保和新華保險淨利潤分別同比增長-45%、20%、-40%和-45%，淨資產較年初分別增長-5%、13%、-2%和 3%。2) 隨著保險代理人大幅增長，低息環境下個險新單迅速增長導致壽險 NBV 增速高企，預計中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險 NBV 增速分別為 50%、40%、50%和 15%。3) 商車費改全面試點至少在中短期能促進產險承保盈利能力改善。

加息週期前期是配股保險股的良機。1) 加息週期啟動後，保險公司新增固定收益類資產（銀行存款、債券、非標等）收益率逐漸上升，可拉動整體投資收益率上行。同時，保費端的管理方式導致保險產品預定利率、分紅率、萬能險結算利率的調整會大幅滯後，保單資金成本的上升幅度會顯著小於投資收益率，加上中國壽險市場投資資產規模將延續較快增長，故利差擴大是確定性趨勢。2) 傳統險準備金折現率假設基於國債收益率曲線的 750 天移動平均值，因此利率上行有利於準備金計提規模的減少，從而增加當期以及未來利潤。

歷史經驗表明，加息週期前期和降息週期末期的保險股相對大盤股有著較強的表現。1) 經過梳理利率週期，資料表明 2007 年以來的各個加息週期前期和降息週期後期，保險股相對大盤的股價傾向於上升；而各個降息週期前期和加息週期後期，保險股的相對走勢較弱。2) 加息週期前期保險公司盈利提升。2009 年和 2013 年利率上行後，上市保險公司當年淨利潤均出現了較大幅度的改善。

而 2014 年開始的降息，由於 2014-2015 年股市大幅上漲，並未對保險公司當年業績造成明顯衝擊，其負面影響集中體現到了 2016 年的同比業績。

2016 年 10 月下旬開始的利率上行能顯著改善利差預期，提升保險公司未來利潤。1) 10 年期國債收益率從 2016 年中期的 2.64% 低點上升到目前的 3.41%，銀行理財產品等非標資產的收益率也在逐漸提升，改善新增資金的投資收益率。2016 年配路的短久期資產到期後能夠投資于更高收益率的長期資產，我們預計 2017 年保險資金運用收益率為 5.33%，較 2016 年企穩並有可能小幅回升。2) 在保監會嚴格監管且保險公司堅定推進價值轉型的大趨勢下，負債成本已經呈現出明確的下行趨勢。中國人壽、中國太保壽險開門紅主力產品的預定利率下調，各家公司萬能險結算利率下調。3) 投資收益率邊際提升並企穩，加上負債成本下降，導致利差擴大，利差收窄預期將顯著改善。4) 利率上行拉升 750 天移動平均國債收益率曲線，大幅減少 2017 年至 2018 年的準備金計提規模，提升稅前利潤。

利率上行有利於利差預期顯著改善，提升盈利能力，提升保險股估值。此前制約保險股估值水準的最大因素正是利率長期下行環境下的利差收窄乃至利差損預期，利率上行對此預期的打破必然會提升保險股的估值水準。目前股價對應中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險 2017P/EV 分別僅 1.00、0.90、0.95 和 1.00 倍，均處於歷史低位，推薦新華保險、中國人壽。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

紡織與服裝：紡織服裝 2016 業績前瞻，行業景氣度逐漸提升

33 家紡織服裝企業公告業績預增。我們對紡織服裝板塊 2016 年業績前瞻進行了整理，共計 57 家公司先後發佈了 2016E 業績預告，33 家預告業績增長，5 家預告業績持平/下滑（+5%~-10%），19 家預告業績下滑；在 2016 年三季報之後更新業績預告的企業中，15 家預告業績增長，6 家預告業績下滑或虧損。

紡織行業率先回暖。我們認為紡織製造子版塊業績有所改善的主要原因有：1) 一方面製造業出口比例較高，受益於人民幣貶值帶來的出口形勢的改善，以及部分匯兌損益對報表帶來的正面影響；2) 製造業下游客戶多為優質品牌商，其中海外龍頭品牌由於其全球銷售的性質，更廣泛享受消費復蘇的影響；3) 16 年棉花漲價對提前備貨的大型企業來說，成本優勢顯現。受益於以上幾點，部分紡織公司 16 年業績漲幅明顯（興業科技：350%~400%，新野紡織：70%~90%，百隆東方：50%~80%；潯興股份：50%~70%）

零售改善對品牌服飾影響或尚需時日。紡織服裝行業景氣度依然不高，整體處於較為謹慎的階段，在需求端未呈現明確改善前，上下游均保持供給平穩。H216 起紡服零售端呈現回暖跡象，從商務部重點流通企業零售資料看，16 年 7 月起服裝增速開始加快至 3.7%（1H16：0.5%），四季度起百

家/50家重點零售資料改善，截至最新資料，16年50家零售累計增長0.2%（15年：-0.4%），較2015年有所改善。零售資料的改善也與上市公司四季度回饋的零售回暖對應，但在增長趨勢性不明確的情況下，品牌服飾尚未反應出業績改善，品牌龍頭增速與預計較為接近（森馬服飾：0%~30%，海瀾之家：5%~15%），二線品牌在行業整體疲弱的情況下，未能受益規模帶來的成本縮減，導致業績依然承壓（金髮拉比：-10%~20%，七匹狼-20%~0%，太平鳥：-21%~-14%；匯潔股份：-25%~10%；星期六：-30%~0%），個別品牌仍在深度調整中，業績或出現大幅下滑（報喜鳥：-490%~-400%，摩登大道：-2938%~-2155%）。

轉型及新興行業拉動板塊業績。其他業績大幅增加的企業，多為轉型、並表或其他非主業改善因素造成，板塊中基數正常仍保持高內生增速公司為跨境通，預告增長125%~175%，且主要由於市場規模的提升產生的業績增長，跨境出口B2C行業需求旺盛，環球易購作為龍頭在規模已經較大的情況下保持較高的增速反應了其高效的管理能力，16年在產業鏈條上的多步佈局將提升公司的長期競爭力，成為行業中為數不多的成長股。

產業鏈延伸拓寬企業盈利。板塊中有部分企業從自身業務出發，立足傳統業務優勢，向產業鏈上下拓展，增加企業盈利點，基於資源優勢和專業優勢對投資標的能做好清晰判斷，新業務與原有業務實現協同，完成企業順利轉型過渡，同時保證轉型期間穩定盈利。朗姿股份對L&P的投資收效明顯，醫美業務穩定發展，公司全年業績同比增長100%~130%。搜于特利用多年品牌服飾運營的積累，拓展供應鏈管理及品牌管理等業務，我們預計2016年業績同比增長60%~110%。美盛文化積極向“打造IP文化生態圈”轉型升級，2016年動作不斷，全力發展IP產業，在上游的優質IP獲取及海外泛娛樂生態圈仍將進行持續佈局，我們預計2016年業績增速50%~80%。

風險提示：零售狀況惡化；國際貿易爭端突顯。

房地產：價值的春天——1月以來看好藍籌邏輯

基本面高位回落，但市場容量足夠保障藍籌成長。我們預計17年基本面46分化（限購和調控城市占銷售面積40%，不限購支持去庫存城市占60%）。以上特徵造成開發商28分化，優秀藍籌公司經營優勢預計將更加明顯。

1H搶種搶收，得1H者有望全年占優。1月以來各家公司均加大推盤水準，爭奪限購市場先機（未來購房資格問題將更加明顯）。融資能力、戰略水準和開發能力預計將保障藍籌公司市場領先。

板塊三低（倉位低、預期低、估值低），帶來更好自下而上機會。1）估值切換、年報和分紅率等角度看好保利地產、招商蛇口、新城控股、首開股份、濱江集團、中國國貿、金融街、嘉寶集團；2）看好轉型公司（三湘印象、粵泰股份、藍光發展）；3）關注主題：恒大回歸、國改。

風險提示：系統性風險。

新能源板塊：短期反彈，趨勢性行情靜待銷量催化及產業鏈價格博弈結果

消息面助力板塊反彈。中汽協副秘書長許豔華 2017 年 2 月 8 日接受《經濟參考報》採訪時表示，預計 17 年我國新能源汽車市場銷量 80 萬輛，乘用車銷量占比超 70%。該消息超出此前市場全年 70 萬輛的一致預期，進而刺激板塊反彈，其中，天賜材料、當升科技、石大勝華等個股漲幅居前，我們認為可能與短期三元正極材料被動漲價（由於鈷價上漲）和銷量預期提升背景下六氟磷酸鋰、電解液的價格彈性較高有關。

前期判斷正被逐步驗證。我們於 2017 年 1 月 15 日發佈新能源汽車最新觀點，明確提出：17 年行業補貼下調且由預撥制改為清算制，將導致新能源汽車產業鏈上下游博弈加劇。我們預計 1 季度動力電池行業環比無搶裝，同比無補裝，處於全年景氣低點；價格降幅 15% 以上，行業全年整體價格降幅 20% 以上，三季度後或將進入價格下降第二視窗期；我們判斷新能源汽車板塊超跌後或企穩反彈。

短期反彈，趨勢性行情靜待銷量催化及價格博弈結果。政策落地+新能源整車銷量預期提升+大盤春季行情使得板塊超跌反彈，但產業鏈正在經歷自下而上的價格傳導，短期博弈加劇，整車生產銷售尚未開始全面提速，若形成趨勢性行情需靜待銷量資料催化以及產業鏈價格博弈結果。近期關注焦點為 1-2 月新能源汽車銷量，2 月新版推廣目錄。

首推物流、鈷，關注儲能。物流車補貼到位最容易放量。我們預計 17 年行業從 0 到 1，同環比增速最快，是新能源汽車產業鏈增速最快的細分領域，首推一季度業績預增超 500% 的新海宜；同時看好乘用車、物流車放量帶來的三元材料電池需求，而鈷作為三元核心材料，看好其未來價格上漲趨勢，推薦華友鈷業、中礦資源。此外，鋰電成本下降趨勢已成，未來儲能經濟性將逐步體現，個股南都電源、杉杉股份、科陸電子、陽光電源、聖陽股份。最後，電池企業中，需精選行業龍頭和盈利邊際變化概率較大的個股，關注國軒高科、億緯鋰能。

風險提示：系統性風險。

有色金屬：春節後稀土持續上行

2017 年春節後，稀土金屬價格持續上行。截止 2017 年 2 月 9 日，國內氧化鏷釷價格已漲至 26.7 萬元/噸，最近一周（節後至今）漲幅達 2.29%；氧化鈹價格已漲至 298 萬元/噸，最近一周（節後至今）漲幅達 2.76%。

本輪上漲從供給端來看主要由於供給側改革的推進以及十三五期間中國計畫大力推進稀土資源規範開發，淘汰過剩產能；又由於國家近期大力推動環保及“打黑”，而稀土行業為這兩項的重點核查物件，對行業的規範起到了一定作用。

從消費端來看，近期第二輪稀土收儲中標後已經開始交易，庫存量下降；節後新能源汽車等消費火熱，對稀土需求增加。

不確定性：政策風險，價格波動風險。

食品製造：啤酒板塊持續發力，17 年反轉確立

2017 年 2 月 9 日，青島啤酒 H 股再漲 5.6%，今年以來上漲 22.9%，青島啤酒 A 股份別上漲 1.3%和 14.3%，華潤啤酒上漲 1.6%和 12.7%，珠江啤酒上漲 1.5%和 14.9%，燕京啤酒上漲 1.1%和 5.8%。其中青島啤酒 A、H 股創 16 年以來新高，華潤啤酒逼近歷史新高，燕京啤酒近日十連陽。推薦邏輯從 16 年競爭戰略轉變擴大至 17 年競爭戰略轉變、集體去產能、格局趨於穩定，歷史拐點確立。成長性角度推薦重慶啤酒，事件催化推薦青島啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒。

不確定因素：食品安全問題，國企改革進度。

醫藥與健康護理：國務院關於藥品生產流通使用若干意見政策解讀——藥品品質篇

1. 【以醫保支付價為杠杆，激勵一致性評價快速推進】拋開已經贅述多次的條文，我們發現此次重點提出：開展 BE 的機構範圍拓展，實施細則有望進一步出臺；提出加快按通用名醫保支付標準制定，激勵一致性評價工作推進。
2. 【傳統“原研藥”價格納入重點監控】該點支撐——提出“原研藥可替代目錄”+重點動態監控專利和過期專利藥（標準：國外、周邊價格，類似日本的方法）；
3. “兩票制” 2018 全面鋪開。

結論：醫改深水區，醫保成為核心，配套政策推進，建議關注受益於優先審評、一致性評價等政策的細分領域（創新藥、CRO、製劑出口），關注泰格醫藥、恒瑞醫藥、華海藥業等。

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。