

## 宏觀經濟

## 給企業減稅降費正當時——財稅改革系列（1）

核心結論：①15年我國財政收入/GDP為22.1%，而美國為18.0%，德國為9.3%，稅負較高迫使財稅體制再變革。②16年中國企業綜合稅率為68%，美國為44%，日本為49%，英國為31%，高稅負擠壓企業盈利空間，16年Q3A股淨利潤/EBIT為47%，美股為59%，減稅降負勢在必行。③借鑒甘迺迪和雷根政府時期減稅助力經濟擺脫困境，17年財稅改革有望在個稅、環保稅、資管產品增值稅、五險一金方面取得突破。

稅負高企迫使財稅體制再變革。①相較國際水準，中國宏觀稅負較高。我國財政收入包括稅收收入和非稅收入，其中非稅收入包括專項收入、行政事業性收費、罰沒收入等。15年我國財政收入/GDP為22.1%，而美國為18.0%，德國為9.3%。②當前宏觀稅負高企將迫使財稅體制再變革。自78年改革開放以來，中國財稅改革分四步走，財稅體制在逐步完善中。

第一階段，1978年-1993年的“財政包乾”體制，其特點是“劃分收支，分級包乾”。第二階段，1994年-2000年分財稅改革後的財稅體制，其特點是“按稅種劃分稅權，分級管理”。第三階段，2001-2011年的稅制完善時期。第四階段，2012年至今“六稅一法”稅制體制改革。當前我國宏觀稅負較高，加之間接稅占比過高和地方財政收支失衡，財稅體制亟待改善，新一輪財稅改革即將來臨。

企業盈利空間收窄亟待降稅減費。高企的稅費成本擠壓企業盈利空間。2015年GDP增速首破“7”，創25年新低，2016年前三季度GDP增速為6.7%，經濟增速進一步下臺階。當經濟增速放緩後，企業除繳納增值稅、消費稅、所得稅等外，還需繳納“五險一金”、行政許可、審批相關的經營服務性支出等固定支出，這就導致企業稅費支出更具剛性，從而擠壓企業盈利空間。2016年前三季度A股淨利潤/EBIT為47.2%，遠低於同期美股的59.1%。②貨幣政策寬鬆空間有限，減稅降費是必然趨勢。按照凱恩斯主義經濟學，經濟中不存在生產和就業向完全就業方向發展的強大自動機制，在經濟增速放緩時，國家可採用擴張性的經濟政策，通過增加需求促進經濟增長。自14年11月起，央行連續6次降息5次降准，寬鬆貨幣政策有利於降低企業財務費用和改善業績，但未來貨幣政策繼續寬鬆空間有限，在經濟增速下滑背景下政府有望轉而採取擴張的財政政策如減稅降費等。

減稅降費有助激發企業活力。1960s和1980s年代美國減稅政策幫助經濟擺脫困境。以經濟學家亞瑟·拉弗命名的拉弗曲線非常形象地說明了供給學派的理論精髓及其政策主張，較高的稅率將抑制經濟增長，從而縮小稅基，稅收收入下降，反之減稅可以刺激經濟增長，從而擴大稅基，稅收收入

增加。1960s 年代美國甘迺迪政府為刺激經濟曾採取較大幅度的永久性減稅措施，美國經濟獲得強勁增長，期間 GDP 增速保持在 2.6%~6.6%，聯邦財政預算基本實現平衡。1980s 年代供給學派的政策主張受到美國總統雷根的採納，雷根政府大幅削減個人所得稅，實行加速折舊和投資稅收抵免，取消許多稅收特惠，在提高效率和公平的同時堵塞稅收漏洞，經濟滯脹問題得到緩解。②近兩年來，在財稅體制改革方面取得積極進展的是“營改增”，展望 2017 年財稅改革有望在個稅、環保稅、資管產品增值稅、五險一金方面展開。

風險提示：財稅改革不及預期、經濟下行壓力、財政赤字率擴大。

## 春季行情走在路上

核心結論：①央行上調公開市場利率後市場不跌反漲，說明前期下跌已經消化相關利空。此次利率上行是結構性而非系統性，無需擔心。②回顧過去十年，二月初到兩會結束前市場多數上漲、結束後分化明顯。目前處於政策暖風期，近期陸港通北上資金流入大幅增加，市場情緒漸好轉。③16 年 12 月初轉向謹慎，1 月初提出仍需等待，2 月初樂觀，春季行情已經在路上，聚焦政策主線，如國企改革、一帶一路。

行情否極泰來。2 月 3 日央行全面上調各期限逆回購利率各 10 個基點，同時上調 SLF 利率，上週末市場電話會議解讀普遍偏謹慎；我們指出“不是每一種利率上行都叫熊市”，上周（2 月 6 日-2 月 10 日）上證綜指收漲 1.8%，創 16 年 12 月以來最高周漲幅。面對利空市場不跌反漲，說明經歷兩個月調整，市場對於利率上行的利空因素已 Price In。從換手率反應的情緒指標看，利空因素也已逐步消化。之前我們多次將本輪下跌類比 2015 年 1-3 月、2016 年 4-6 月，時間上 2 個月左右，空間上上證綜指最大回撤 10% 左右。2016 年 12 月以來至今調整已經近 2 個月，上證綜指最大回撤 7.8%。參考成交量（周平滑）和換手率（周平滑）等情緒指標，15 年 1-3 月調整低點時分別萎縮為前期高點的 36% 和 35%，16 年 4-6 月時為 46%、45%。2 月 3 日成交量和換手率為 190 億股、116%，分別萎縮至前期高點 532 億股、330% 的 36%、42%，利空因素已在逐漸消化。上周交易量開始放大，成交量和換手率分別回升至 322 億和 196%，多空力量對比已經動態發生變化，市場短期而言可以更樂觀。

政策暖風期，助推行情。統計 07 年以來兩會前後市場表現，將市場表現分為兩會前（每年 2 月初至兩會結束前）、兩會後（兩會結束至 4 月底）兩個階段，市場體現出“會前普漲會後分化”的特點：首先，兩會前市場整體上漲。最近 10 年兩會之前指數有 7 年上漲，除去 2008 年熊市，僅 13 年由於市場前期漲幅較大而出現明顯下跌（12 年 12 月至 13 年 2 月初，上證綜指累計上漲 24%）。一季度由於經濟及業績資料空窗，市場主線不明確；政策往往成為行情的主要驅動力，政策暖風期市場熱點頻出，行情以主題輪番表現展現，12 年至今兩會前後表現搶眼的熱點主題存在較大差異，說明主題持續性需要驗證。其次，兩會後行情出現分化。在 2007、2009、2015 年 3 輪牛市中，兩

會後市場趨勢更明朗，兩會後市場漲幅大大超過兩會之前；而如果兩會釋放較為明確的政策信號，會後行情轉向，如 2012 年溫家寶總理 3 月 14 日答記者問強調“房價還遠遠沒有回到合理價位”，上證綜指當天下跌 2.63%，最大振幅 3.8%，3 月 14 日至 3 月底上證綜指跌近 8%。

兩會結束前仍然是政策密集期，我們預計國改、“一帶一路”、醫療改革、財稅改革等有望成為政策亮點。積極把握春季行情。我們認為存量博弈的震盪市中存在結構性機會，類似於 13 年，市場主線聚焦“業績確定”和“政策亮點”。當前“政策亮點”主線比較明顯，推薦國企改革和“一帶一路”。過去 3 個月我們一直推薦國企改革主線，2 月 3 日，山東國資委發佈《混改發揮中小股東作用意見》，切實維護各方股東合法權益；本月上海也將召開國資國企改革大會，有望在混改、國資流動平臺等方面作出新部署。一帶一路是 17 年中國對外開放戰略的重點，“一帶一路”進入 2.0 階段。

詳見《風勁揚帆正當時——“一帶一路”2.0 系列（2）》。“業績確定”主線還要結合 17 年一季報來尋找業績確定性強的行業和個股。

風險提示：海外金融危機風險，國內改革不達預期風險。

## 兩會視窗臨近，市場漲跌幾何

上周（2 月 6 日-2 月 10 日）市場延續反彈，板塊上看，上證 50 指數上漲 1.20%，滬深 300 指數上漲 1.46%，中證 500 指數上漲 2.09%，創業板指上漲 1.49%。我們在上周週報中的觀點是加息影響中性，節後行情可期，市場走勢又一次驗證了我們的觀點。站在當下，我們認為反彈仍未結束，但正在進入尾聲。從統計規律上看，兩會前三周市場上漲概率較高，而下周則是漲幅集中的一周，隨著兩會的臨近和正式召開，市場存在回檔風險，建議投資者本周以謹慎持有為主。

從趨勢模型上看，Wind 全 A 指數短期均線和長期均線的距離為-1.60%，相對上一周（-1.27%）繼續下降，但距離-3%的閾值仍有一定距離，故我們認為市場目前處於震盪市。

從統計規律上看，A 股市場上存在明顯的兩會效應，即兩會前後市場上漲概率較大，而兩會期間市場下跌概率較大。2005—2016 這 12 年間，兩會召開前 15 個交易日上證綜指、滬深 300、中證 500、創業板指上漲概率為 83%、75%、83%和 67%，平均漲幅為 2.01%、2.43%、5.72%和 5.15%。兩會期間上證綜指、滬深 300、中證 500、創業板指上漲概率為 50%、50%、42%和 50%，平均漲幅為-1.48%、-1.87%、-1.68%和 0.06%。兩會後 15 個交易日上證綜指、滬深 300、中證 500、創業板指上漲概率為 67%、67%、50%和 50%，平均漲幅為 3.30%、4.16%、4.80%和 1.54%。

目前已經進入兩會前三周，即 15 個交易日的時間視窗，需要注意的是，市場的漲幅主要集中在兩會前第三周，而隨著兩會召開時點的臨近我們預計市場將出現回落，其中會前第一周市場整體下跌，

上證綜指下跌概率高達 67%，投資者進入兩會前第二周可以調整倉位以規避風險。風格上看，兩會前第三周和第二周中證 500 和創業板指的表現好於上證綜指與滬深 300。

從成交量上看，近期成交量持續放大，說明反彈參與者增多，部分抄底者獲利了結，市場分歧加大。如果下周未能繼續放量突破，可能意味著該級別反彈正進入尾聲。

從技術分析上看，日線級別的頂分型未能成立，30 分鐘級別上形成了兩個上漲中樞，並在第二個中樞上方出現了第三類買點，目前在走向下的一筆，第三個上漲中樞正在形成中，當下需要觀察 3159 點的支撐力度，我們認為在跌破之前仍以持倉為主。5 分鐘級別上出現了頂背馳，目前處於向下的一筆中，需要觀察能否出現轉折，如果回檔不進入中樞則有望延續 30 分鐘級別的上漲。

風險提示：市場系統性風險。

## 大市導航

### 有色金屬：再給有色添把火

上周最後一個交易日（2 月 10 日）LME 金屬價格暴漲，銅價上周 4.1%，接近 6100 美元/噸，鎳 3.55%，鋅 3.45%，鋁 1.3%，錫 1.57%。

供需梳理此次導火索。需求方面，中國 1 月進、出口同比增速分別為 16.7%和 7.9%，經濟運行顯然好於預期。此外，2017 年新疆 1.5 萬億基建計畫顯然是另一個超預期因數。

我們儘量用量化來討論該資料對於有色金屬影響（以銅為例）：全國每年將近 60 萬億固定資產投資額（其中地產投資約 10 萬億），新疆每年投資額約 1 萬億；對應全國每年 1000 萬噸以上的銅需求量，單純新疆的基建投資就在 10 萬噸級別（1 萬億/60 萬億\*1000 萬噸），因此，個別省份超預期的基建計畫相較於當前全球微弱的供給過剩量（大概過剩 20 萬噸）有很大的邊際影響。

總體而言，無論是中國因素、美國基建還是一帶一路崛起，最終反應的是：由於長期規避需求端復蘇的話題，往往因此不斷顯現超預期因數。

供給端，全球最大的埃斯康迪達銅礦（智利）上週四（2 月 9 日）開始罷工成為一個很大的導火索，該礦年產量約 150 萬噸，如果按照目前大概罷工 1 個月的預期，大概影響全球銅礦供給端在 10 萬噸級別。一般而言，罷工事件屬於短期因數，但在全球供給側改革的大浪潮下，這類事件往往成為改變供需平衡的促發因數。

因此，總的來說，供需面不斷在向好地進展，我們堅定看好溫和加息期中以銅為首的金屬價格表現，彈性排序：雲南銅業，銅陵有色，江西銅業，洛陽鉬業，錫業股份，紫金礦業。

風險提示：市場需求低於預期

## 通訊服務：光通信板塊依舊是三大運營商資本開支 2017 年結構性側重點；關注一帶一路主題

1、光通信板塊依舊是 2017 年投資側重點。歐美日韓發達國家及中國都處於 4G 建設高峰已過、等待 5G 的過渡階段，國內三大運營商資本開支在 2014 年達到 4G 小高峰後，2015 年開始步入逐步下降的過渡階段，但整體降幅極有限（結合 2016-2018 年三年 1.2 萬億資訊基礎設施投入的工信部規劃）、側重結構性的調整，在 5G 來臨前無線資本開支預期逐步縮減，但光網路、IDC 及雲計算方向，依舊會保持穩步提升的加大投入趨勢、以滿足資料流程業務高速發展需要。上周美股光通信產業鏈的英飛朗 COHRLITE 與 H 股昂納科技均位居 TMT 漲幅榜前列。

2、2 月份，光通信板塊重點推薦光模組&光網路設備子行業，個股重點推薦光迅科技、烽火通信，其次新易盛、博創科技，及關注中興通訊、中際裝備；5G 主題投資角度，我們優先推薦光通信。光纖光纜子行業 A 股龍頭中天科技、亨通光電及 H 股長飛光纖光纜，2017 年動態估值均處於 11~15xPE 的歷史底部區間，"買入"評級，可作為防禦配路的優選標的。

3、一帶一路建設配套重點是資訊基礎設施，處於全球領先的國內電信設備企業預期將最受益一帶一路地區的資訊基建。

結合估值，相關子行業及個股重點推薦上游-光迅科技（光器件），中游-烽火通信/亨通光電/中天科技（光傳輸網設備&光纖光纜）、海能達（專網設備）、星網銳捷/紫光股份（IP 數通設備）、下游-高新興（新疆地區"智慧城市"），及關注中興通訊(全產業鏈綜合型)。

4、短期春季行情的超跌反彈，重點關注二類：一類是重大資產重組複牌補跌後反彈，推薦高新興，關注天源迪科、東土科技；另一類，基本面增速強勁、估值快速消化的超跌反彈，推薦光迅科技，關注網宿科技。其他超跌反彈，關注華星創業、世紀鼎利、武漢凡穀等。

5、國企改革是 2017 年包括通信行業在內的，重要主題性機會；我們重點推薦的中國聯通、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，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；涉及央企序列的 CETC 系傑賽科技等、CEC 系、中船系-中電廣通、郵科院系-長江通信等、大唐系-高鴻股份等、普天系-東方通信/上海普天/東信和平，地方國資的陝西省-烽火電子、深圳-特發資訊等。其中，中電廣通、長江通信、烽火電子等，關注實際控制人未來集團資產注入預期。

6、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 25%價差、12/10 大額員工持股計畫未來啟動實施及並購轉型是對股價的關鍵驅動）、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。

風險提示：中小創的系統性估值波動。

## 保險：大風起兮雲飛揚，估值提升通道開啟

受投資收益率下降和準備金計提影響，2016 年保險公司業績整體同比下滑，但壽險 NBV 大幅增長。理論和歷史經驗表明，加息週期前期的保險股相對大盤股有著更強的表現。2016 年 10 月下旬開始的利率上行能促進投資收益率企穩回升，在負債成本下降的情況下，可以顯著改善利差預期，提升保險公司估值水準。保險股估值歷史低位，安全邊際高，在利率上行期的提升空間大，推薦新華保險、中國人壽。

加息週期前期是配路保險股的良機。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，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。

## 石油天然氣：純苯價格上漲 24.8%，產業鏈價格回暖

2016 年 11 月至今，純苯價格上漲 65.3%，帶動產業鏈價格持續上漲。2016 年 11 月以來，全球純苯開啟一輪上漲行情，國內華東價格上漲 65.3%，衝破 9000 元/噸大關至 9050 元/噸，2017 年以來漲幅達 24.8%。純苯價格上漲帶動產業鏈價格持續上漲，2017 年以來苯酚、苯乙烯、環己酮、苯胺價格分別上漲 24.4%、16.4%、10.2%和 7.9%。

成本端：原油價格企暖回升。2016 年國際原油價格企暖回升，OPEC 和非 OPEC 年底達成約 180 萬桶/日的減產協議進一步推動油價上漲。2016 年 11 月至今，布倫特原油現貨價格上漲 16.5%至 54.3 美元/桶。原油價格上漲為純苯價格增長提供一定的成本支撐。

供給側：港口庫存下降導致供應緊張。我國國內純苯供不應求，2015 年全年國內產量為 783 萬噸，表觀消費量達 894 萬噸，進口依賴度為 13.48%。2017 年 1 月全國出現大面積船期延誤，導致港口庫存處於低位（目前庫存為 3.44 萬噸），港口現貨資源持續偏緊，下游工廠庫存不能得到及時補充。同時，加氫苯裝路雖陸續重啟，但進程較為緩慢，部分企業仍未產出產品，未對市場形成有效補充。

需求端：下游開工率回升，需求回暖。根據隆眾化工統計，純苯主要下游行業苯乙烯、苯酚和苯胺從 2016 年 11 月起開工率逐漸回升，目前開工率分別為 70%、74%和 55%，較 2016 年 10 月底分別上漲 8%、6%和 24%。需求提振使得下游對於中石化的持續提價較為接受，推動純苯價格一路上漲。

預計 2017 年純苯國內供給偏緊狀況將得到延續，純苯價格有望進一步上漲。根據華瑞石化統計，2017 年國內純苯產能預計增加 56 萬噸，下游苯酚、苯乙烯、己內醯胺和己二酸裝路預計擴產 177 萬噸，國內純苯供不應求狀況將更加嚴重。同時，我們預計 2017 年原油均價水準有望達到 55-60 美元/桶，較 2016 年上漲 20-30%，對純苯價格形成進一步支撐。

重點關注上市公司：純苯產業鏈價格上漲將利好國內煉化企業，建議關注高業績、低估值的華錦股份、中國石化。

風險提示：純苯價格大幅下降，下游需求不及預期。

## 建材：推薦新疆及西藏水泥股、中材科技

綜合基建維穩及地產下行，2017 年水泥需求預計微幅增長。綜合地產投資及基建展望，我們預計 2017 年水泥需求增速呈現微幅增長，行業景氣的決定因數將來自供給側。

水泥行情有望延續，首推新疆及西藏板塊，其次華東水泥：近期宏觀資料利好不斷，IPO 加速導致中小創持續低迷，自上而下邏輯及博弈環境均有利於水泥等週期股行情延續；冬季錯峰生產帶來低庫存狀態，預計元宵節後沿江熟料價格將開啟上漲並帶動水泥價格相應上漲；《水泥玻璃行業淘汰

落後產能專項督察方案》出臺帶來行業供給側政策利好。我們預計水泥行情有望延續，建議關注新疆及西藏板塊（我們領先市場挖掘並推薦相關板塊），天山股份、青松建化、西藏天路、西部建設等；其次華東水泥股：海螺水泥、華新水泥、萬年青。

玻璃行業下游主要應用於地產，需求端邏輯弱於水泥。供給端，玻璃行業已基本沒有落後產能，且已普遍安裝環保設備，後續環保督察亦難以帶來供給端明顯收縮。預計週期股板塊普漲格局下，玻璃股有望跟漲，建議關注旗濱集團、金晶科技。

基於業績週期底部回升邏輯，重點推薦中材科技：受風電行業景氣回落影響，2016 年公司業績低迷，股價持續下跌，目前處於市場預期低谷；預計 2017 年風電市場有望迎來新一輪搶裝，公司主業有望底部回升；前期受油價大跌影響，公司天然氣瓶業務持續虧損，後續油價回升有望帶動氣瓶業務扭虧；現價較公司員工持股成本 14.3 元溢價不多，預計一季度經營情況良好。

長期看好消費品建材龍頭及新材料龍頭免寶寶、長海股份等：2016 年以來消費品建材龍頭如東方雨虹、偉星新材、免寶寶等公司業績均實現大幅增長，且幾家龍頭公司增速均明顯高於行業平均水準甚至主要競爭對手，市場份額呈現向龍頭集聚的趨勢，“大行業小龍頭”的成長邏輯得以驗證，未來隨著廠商品牌辨識度進一步強化以及消費者理念提升，中小企業生存空間將持續得以壓縮。基於產業趨勢，我們長期看好免寶寶、東方雨虹、偉星新材、三棵樹等行業龍頭；此外，我們看好兼具技術和管理實力的玻纖製品細分龍頭：長海股份、再升科技。

風險提示：經濟增速下行幅度超市場預期。

## 石油化工：油價反彈，油氣開採板塊有望走出寒冬

石化產業鏈概述。石油化工產業作為大能源行業的重要組成部分，有著非常清晰和發展成熟的產業鏈。石油化工產業主要由勘探與生產、煉油與化工、銷售等幾個環節組成，一條完整的石油化工產業鏈由上游、中游和下游構成。

油氣儲量分佈。截至 2015 年末，世界原油已探明儲量為 16976 億桶，按照 2015 年的產量速度可滿足全球約 52 年的石油需求。世界範圍的油氣儲量處於“三七分佈”，OPEC 成員國原油儲量占全球總儲量的 71.4%。全球的已探明天然氣總儲量為 6599.4 萬億立方英尺，其中已探明天然氣儲量最多的國家是伊朗，俄羅斯和卡塔爾，這三個國家擁有全球近一半的天然氣儲量。中國 2015 年擁有天然氣 135.7 萬億立方英尺，占全球天然氣資源的 2.1%。

石油勘探與生產。石油勘探與生產是將原油和天然氣從地下或海底的礦藏裡開採出來的過程，根據開採地域分類包括陸上勘探和開採和海上勘探與開採。由於石油和天然氣屬於流體，與固體礦產相比，有其獨特的生成和聚集規律。石油聚集的地方並不是生成的地方，石油在生成後必須通過運移流動聚集在有利的圈閉裡。油氣藏形成的最重要的條件有兩個：充足的油氣來源和有效的圈閉。



石油勘探開採成本逐年提升。上游業務存在勘探、開發和生產三個階段，由此可以對應建立三個階段的油氣成本指標，即發現成本（或稱勘探成本）、開發成本和生產成本（或稱操作成本），用來反映石油公司在這三個階段的競爭能力或價值實現能力。由於開採難度加大、物料及人工成本增加等因素影響，發現成本、開發成本和生產成本呈現逐年上升態勢，2004-2013 年間，全球六大石油企業的發現成本、開發成本和生產成本的年均增速分別為 11.95%、10.75%、14.42%。

油價低迷，上游行業遭遇寒冬。自 2014 年下半年以來國際油價大幅下跌，布倫特油價曾一度跌破 30 美元/桶，為上游從事油氣開採行業的企業帶來了巨大的壓力，仿佛進入了寒冬期。國外和國內大型油公司上游盈利能力大幅下挫，紛紛削減上游資本開支，由此對從事油服行業企業造成了沉重的打擊，油服業務陸續開始出現虧損、現金流持續下降。我們認為目前油價整體處於上升通道，短期震盪但不改上行趨勢。隨著油價回升，油公司及從事油田服務公司的業績將逐漸得以改善，破冰之旅正在進行。

油價：預計 2017 年原油均價同比提升 20-30%。我們認為原油價格有望企穩回升，理由：（1）2017 年 1 月起 OPEC 及非 OPEC 協議減產約 180 萬桶/日（約占全球總產量的 2%）；（2）2015-2016 連續兩年資本支出大幅下降將會對原油產量產生影響；（3）經過前兩年的增產後，OPEC 剩餘產能大幅下降。我們預計 2017 年布倫特原油均價 55-60 美元/桶，同比增長 20-30%。

重點上市公司：油價企穩回升有助於油氣開採企業盈利回升，有助於油服企業訂單與收入增長，從而實現扭虧。2017 年，隨著油價回升，油氣開採及油服公司的業績彈性將顯現。建議關注油氣開採公司中國石油、中國石化、洲際油氣、新潮能源、新奧股份、中天能源。建議關注油服公司通源石油、石化油服、石化機械、中海油服等。

風險提示：油價持續低迷、上游業務盈利狀況持續下行、經濟不景氣等。

## 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。