

## 宏觀經濟

### 兩大擔憂都不足慮

美國即便加息對A股影響也有限。(1) 近期市場對美聯儲加息的預期大大提升，芝加哥利率期貨市場顯示3月份美聯儲加息的概率為79.7%，全年加息次數至少3次的概率為54.2%。近35年來，美聯儲共有五次加息週期，中期來看，歷次加息並不改變股指原有上漲趨勢，但會延緩上漲速度，短期來看，加息對股市無明顯影響。(2) 美國加息導致匯率貶值，進而導致A股大跌，是偽命題。首先，美國加息導致人民幣貶值並非必然，實際上隨著去年開始我國對熱錢流動的管制越來越嚴，人民幣貶值壓力已大大減輕。其次，16年下半年以來，A股對人民幣貶值的敏感度已經明顯降低。即使3月份美聯儲加息，人民幣貶值壓力也不大，在資本管制下資金不會大幅外流，對股市影響不大。

“兩會”結束市場會跌是偽命題。(1) 資料說話，“兩會”結束市場不必然下跌。目前投資者另一大擔憂是，市場正處於兩會維穩的視窗期，兩會結束市場將會下跌，回顧歷史可以發現這是似是而非的規律。春季行情的結束有兩種情景，一是三四月資料變差，基本面改善被證偽，二是政策面變得更緊。我們認為後一種情景更加值得關注，因為去杠杆和控風險是今年政策的重要目標，通脹高企引致政策偏緊的風險也存在。不過，政策調整需要結合基本面資料，一季度資料4月中出爐，即便看高頻資料也需要繼續觀察3月份。(2) 春季行情仍在路上，輪漲到成長已經發生。上周報告《輪動到成長》中我們提出春季行情的市場特徵就是輪漲，12年、13年、16年三次春季行情均出現了從週期到成長的輪漲現象。本輪春季行情從最低點算起始於1月17日，到目前為止出現了從週期到成長輪漲的現象。春季行情之所以會出現輪漲現象是因為行情本質上源於風險偏好提升，市場沒有固定的主線。目前正值全國兩會期間，處於政策暖風期，關於國企改革、一帶一路、先進製造等政策利好都可能推出。此外年報公告期，業績好的公司會更加受到投資者的青睞，主題週期和價值成長都有催化劑和驅動力。

應對策略：安心持倉，均衡配股。(1) 春季行情繼續，安心持倉。我們去年12月初轉向謹慎，1月初提出還需等待，1月下旬2月初樂觀，這波行情源於政策面偏暖、經濟資料較好。16年1月底2638點時就提出熊市結束進入震盪市，今年上半年延續去年1月底以來中樞抬升的進二退一式震盪格局。展望全年戰略上樂觀，今年企業盈利改善會持續，消費和出口增速在改善，上市公司盈利結構在優化。(2) 均衡配股，價值成長+主題週期。當前的市場環境，成長股注重業績與估值的匹配，包括消費升級的品牌化、高端化消費品，科技發展驅動的高端製造。另外，週期股的投資邏輯也在發生微妙變化，需求端的邏輯有天花板，需要結合供給端或政策主題，所謂“主題週期”。

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

### 新能源板塊：第二批推廣目錄發佈，悲觀情緒修復

客車獲補能力超預期，電池悲觀情緒修復。第二批推廣目錄出臺，主流車企能量密度均達 115wh/kg，17 年補貼可獲 1.2 倍，超市場預期；動力電池配套客車占比 60%，補貼提升意味著整個產業鏈壓力下降，預計 17 年將新增幾十億的補貼蛋糕，由此推動動力電池板塊超跌反彈持續。中長期行業集中度將逐步提升，龍頭以量補價，個別新銳展露頭腳，關注國軒高科、億緯鋰能以及高能量密度 Pack 企業東方精工。

成本下降，利好終端。預計 3 月中旬後整車銷量逐步提速，催化劑明確。物流車從 0 到 1，仍是整車中增速最快的細分領域，個股關注新海宜、中通客車。另儲能度電成本持續下降，個股關注南都電源、杉杉股份等。

看好鈷產業鏈。政策底形成，市場底醞釀，三元滲透加速。近日我們連續發佈鈷產業鏈行業報告，提示鈷、四氧化三鈷、鈷酸鋰、三元正極材料前驅體等細分領域投資機會，個股關注格林美、道氏技術、華友鈷業、洛陽鉬業、中礦資源、金川國際、當升科技、合縱科技、杉杉股份。最後，關注 1-2 月新能源汽車銷量、儲能度電成本降幅。

風險提示：市場波動。

### 通訊服務：2017 年兩會工作報告有關年內“取消漫遊費”對運營商實際影響小

1、“取消漫遊費”的產業背景：語音收入占運營商收入比重大幅下降（2016 半年度，移動語音業務收入占比：中國聯通：

14.4%；中國電信：12.9%；中國移動：37.0%），資料業務成為第一大業務比重，取消語音業務漫遊費對整體業務影響已很小。

2、三大運營商 2016 年就已採取實際措施取消長途漫遊費。

1) 中國移動：2016 年以長市漫統一套餐代替了過去的本地、長途（最低套餐 18 元/月，不區分語音本地、長途，也不區分數流量本地、長途），一般地區運營商優惠活動贈送流量才區分為本地流量。

2) 中國聯通：3G 業務分 A/B/C 三個套餐，最低均是 46 元/月，辦的主流是 A 套餐、不區分本地/長途，C 套餐區分本地、長途，包含較多的本地通話、辦的少；4G 業務包括全國套餐/全國組合套餐兩類（分別側重語音、資料流量選擇），最低分別為 16 元/月、56 元/月，全國統一價、不區分本地、長途。

3) 中國電信：3G、4G 資費已統一，主流是辦理 4G 樂享套餐，語音/流量均不區分本地、長途。

3、關於語音長途漫遊費的國際情況：美國、日本無漫遊費；歐盟成員國之間的漫遊費 2017 年 6 月取消；俄羅斯、印度等發展中國家仍有漫遊費，未來取消也是趨勢。

投資建議：對於三大運營商，建議關注中國聯通，中國聯通 2017 年業績拐點、移動淨增使用者企穩加速發展，混改預期力度大；港股關注中國聯通、中國移動（資料業務推動業績增速加速改善）2017 年的投資機會。

風險提示：中國聯通混改進度低於預期；運營商價格競爭加劇。

### 資訊設備：人工智慧：首次寫入政府工作報告

2017 年 3 月 5 日，李克強總理在政府工作報告中提到，要加快培育壯大新興產業。全面實施戰略性新興產業發展規劃，加快新材料、人工智慧、積體電路、生物製藥、第五代移動通信等技術研發和轉化，做大做強產業集群。“人工智慧”首次寫入全國政府工作報告。

我們認為，（1）政策對人工智慧領域的推動逐步明顯。（2）人工智慧的應用需要“技術+產品”的雙輪驅動來實現，人工智慧底層演算法在不斷加速反覆運算和優化，技術發展加快跡象明顯；“產品”需要實現“人工智慧+行業”的應用，即人工智慧技術深入到行業解決方案中，深刻理解客戶需要的痛點產品，來加強產品化。（3）人工智慧細分領域較多，包括語音辨識、圖像（視頻）識別、語義理解、情感分析、機器學習等，深度學習演算法的應用正加快各細分領域技術的突破和應用。

推薦標的：科大訊飛（語音辨識+語義理解）、思創醫惠（人工智慧+醫療）、同花順（智慧投顧）、遠方光電（生物識別）、東方網力（視頻圖像識別）、佳都科技（視頻圖像識別）、神州泰岳（自然語言處理）、川大智勝（三維人臉識別）。

風險提示：人工智慧技術和應用發展低於預期的風險，系統性風險。

## 鋼鐵：開工時需謹慎

春季開工前仍看漲。供給側改革概念足夠強大，目前動作不斷，的確影響了供給，並使得受影響不大的鋼企得利，從目前力度看，預計今年仍會有較大力度。且資料空窗，因此短期內仍看好鋼鐵股。

庫存繼續增加較多。目前總庫存和螺紋庫存均創三年新高，增幅均在 30% 多，從往年庫存增加的規律看，見頂以後的下降速度並不理想。這對市場有一定壓力。

春季開工後需求受考驗，拐點轉向謹慎。我們預計今年粗鋼需求下降約 5%，此外尚有 1000 萬噸新增產能，雖然今年淘汰量可能達 4000 萬噸的實際產量（產能更高），但也是一個持平的資料，考慮到這些淘汰可能延後到上半年晚些時候，因此整體看上半年供需壓力仍在，因此我們認為春季開工後需求不會理想，此時應該保持謹慎。

關注業績較好的公司。

風險提示：政策風險。

## 石油化工：油價震盪，關注庫存變化及減產後續執行情況

自 2017 年 2 月 13 日 OPEC（3 月份 OPEC 月報將於 3 月 14 日公佈，IEA 月報將於 3 月 15 日公佈）發佈原油市場報告顯示 1 月份 OPEC 減產執行率達九成以來，國際原油價格從 55.59 美元/桶上漲至 56.36 美元/桶，漲幅僅 1.4%，表明此次減產市場預期較高。實際上，自去年 11 月底 OPEC 達成減產協議以來，國際原油價格就進入了三個月的震盪期（震盪區間為 53-57 美元/桶），美國原油庫存連續增加抑制了油價漲幅。在全球原油供給過剩的背景下，美國作為全球最大原油消費國，其庫存下降會對原油市場平衡和油價回升產生重大影響。我們認為短期需要關注原油庫存變化以及後續減產執行情況。

1 月 OPEC 減產執行率高達九成，沙特超額完成任務。OPEC 發佈的月報顯示，2017 年 1 月 OPEC 產量為 3214 萬桶/日，比 2016 年 12 月減少 89 萬桶/日，比減產協議前減少 106.8 萬桶/日，減產執行率達 92%（2016 年 11 月 30 日，OPEC 達成 116 萬桶/日的減產協定），減產協定得到較好的落實（歷史上 OPEC 減產執行率平均在 60% 左右）。其中，沙特、科威特、安哥拉減產力度最大，其減產量分別為 59.8 萬桶/日、12 萬桶/日和 10 萬桶/日，沙特、安哥拉超額完成減產任務。

煉廠開工率低位，美國原油庫存創歷史新高。EIA 資料顯示，美國原油庫存自今年以來已連續 8 周增加，截至 2 月 24 日原油庫存達 12.15 億桶，比上一周增加 150 萬桶，創歷史新高。目前美國煉廠正處於檢修期，開工率僅為 86%，較今年初下降 7.6 個百分點；周原油淨加工量較年初下降 144 萬桶，由於煉廠開工率偏低使得原油庫存連續增加。雖然煉廠開工率依然處於低位，近兩周有所回升

（較上一周增加 1.7 個百分點）。隨著今年 3 月底煉廠維護期結束，煉廠開工率有所提升後，我們預計美國原油庫存有望減少。

俄羅斯表示未來減產步伐將加快，以支持疲軟的油價。近日俄羅斯能源部長表示 2 月減產數量將高於 1 月份減產的 11.7 萬桶/天，如果企業能夠做到，俄羅斯或許比之前預期更快地減產原油。若 OPEC 與非 OPEC 國家能夠按計劃進行減產，未來全球原油供需格局有望得以改善，將對國際原油價格形成基本面上的支撐。

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%。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%），1 月減產執行率較高；（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。

重點關注上市公司：（1）高業績、低估值的行業與公司，煉化行業華錦股份、中國石化；PTA-滌綸產業鏈桐昆股份、恒逸石化。（2）高彈性的行業與公司，油氣開採行業洲際油氣、新潮能源；油服與設備產業鏈通源石油、石化油服等。

風險提示：原油減產協議執行後續乏力、原油價格回落、油氣開採資本支出繼續下降、原油庫存居高不下等。

## **旅遊服務業：國家旅遊局發佈《赴韓國旅遊提示》，出境遊短期局部受挫，長期仍看好**

1、短期挫折、長期利好。

雖然此次“禁韓令”導火索是美軍在韓國部署“薩德”，但韓國遊的確存在購物導向的弊病。短期看，一部分以韓國線路為主甚至僅有韓國線路的企業受到挫折是必然的，但長期看，在抵制韓國遊的同時打擊低價購物團，將使出境遊的整體環境得到改善，使得出境遊旅行社口碑提升—實際上，在散客化、自由行的今天，遊客對線路設計獨特、服務到位的旅行社產品依然存在強勁的需求。

2、韓國線的公司難熬，日本線、東南亞線或受益。

韓國部署“薩德”事件醞釀其實有一段時間了，我們跟蹤的 CEIC 各大出境目的地資料顯示：韓國線的增速走低已超過 5 個月—2016.9 以來，中國赴韓遊客增速開始低於韓國入境遊客增速。近年來中國遊客占韓國入境遊客比重一直在提升：

2007 年占比 17%，2016 年這一比例已經提高到 47%，將近一半。但隨著“薩德”事件持續發酵，已經連續 5 個月在下降，最近一個月下降 1 個 pct。

而與此同時：日本和其他主要東南亞的目的地（新加坡、馬來西亞、越南）則比此前都更強勢。

3、主要出境游上市公司安全：（1）韓國線占比極少（眾信旅遊韓國線路收入不到1%）；（2）遊客出國目的地存在替代效應。

風險提示：經濟下行風險；地緣政治風險；匯率波動風險。

### 有色金屬：抵禦主升浪前的波動

我們堅定看多以銅為首金屬價格上漲，主升浪前大幅波動的擾動因數或導致很多對價格上漲不堅定的投資者未能取得豐厚收益。擾動因數的出現根本原因在於需求屬於前瞻預判，未來不確定性是常態，但是當價格低迷時間越久，投資收益獲勝的概率越大。

近期小金屬出現全線上漲說明微觀層面的需求異動，而銅加工費繼續下跌顯示上游礦產端持續緊縮。對於供需前瞻而言，這些微觀資訊都在不斷提示供需結構將進一步好轉。

此外，美國加息是近期市場很關注的事件，不少投資者關注流動性緊縮下金融屬性減弱，我們認為貨幣政策逆經濟週期，長期低利率水準下的先期加息期，恰是意味經濟狀況比預想好。因此在該時期，加息頻次越高，銅價走牛概率越高。

小金屬方面，近期小金屬全線上漲，到底投資什麼？我們嘗試給出簡單直接的投資主線：最好尋求那種一年暴跌，然後盤整10年以上的品種，這類金屬，無論是供需結構或是金屬價格上漲的扭力極大。其中鈷、鈦、稀土、鉬都是在過去10年從最高點跌幅超過80%的品種，而鎢，銻，鎂，銻都是跌幅約50%、60%的品種。當前鈷價格處於主升浪；而鈦的重要下游是航太用鈦材，景氣向上，是未來最可能複製鈷行情的小金屬品種，我們很看好之後鈦價格的表現。

風險提示：中國A股回檔風險導致估值下降。

### 保險：萬能險保費同比下滑超50%，上市壽險公司市場佔有率提升

2017年1月人身險保費收入實現高增長，而萬能險保費同比下滑幅度超50%。前期“資產驅動負債型”保險公司萬能險保費大幅下降，但原保險保費收入激增，保費結構優化且負債成本下降。

上市壽險公司方面，市場佔有率明顯提升，且個險新單繼續快速增長，預計2017年NBV仍將維持較高增速。1) 隨著前期“資產驅動負債型”保險公司萬能險保費下降，大型上市壽險公司的規模保費市場占比明顯提升，2017年1月中國人壽、平安人壽、太保壽險的市場佔有率分別為20.9%、12.6%、5.2%，較2016年分別提升3.9、2.2、0.8個百分點。僅新華人壽由於主動撤銷銀保躉交業務，總保費出現下滑，但2018年開始新華人壽的保費和價值將進入更高層次的上升通道。2) 2017年1-2月上市壽險公司個險新單繼續快速增長，遠超市場預期，其中平安人壽和太保壽險的個險新單增

速預計超過 50%。預計中國人壽、平安人壽、太保壽險和新華人壽的全年 NBV 分別增長 10%、20%、25%和 10%。

2017 年 1 月財產險保費收入增長進一步放緩，但平安產險實現高速增長。1) 1 月財產險保費收入 972 億元，同比增長 5.2%，增速較去年同期下降 4.75 個百分點。2) 2017 年 1 月，人保產險、平安產險和太保產險保費分別增長 1.0%、19.1%和-1.8%。其中平安產險保費實現高速增長，而太保產險持續剝離綜合成本率較高的非車險業務，改善承保盈利能力。

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 0.96、0.90、0.90 和 0.96 倍，均處於歷史低位，推薦新華保險、中國人壽、中國太保。

風險提示：權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

## 通訊服務：2017MWC 展會—5G 閃耀

1、3 月份行業關注“高景氣子行業龍頭+低估值藍籌白馬”：重點推薦光器件龍頭光迅科技、專網龍頭海能達，低估值地方國企混改樣本星網銳捷、待 3 月定增上會的烽火通信，及關注中興通訊，小市值交易性機會關注北緯通信、日海通訊等。

2、2017MWC 展會 5G 再次成為焦點：全球多家移動通信企業宣佈，將共同支援加速 5G 新空口（5G NR）標準化進程，以推動於 2019 年儘早實現 5G 的大規模試驗和部署。5G 將在光通信&無線、設備側射頻器件&天線、終端側射頻器件&天線、小基站等方向帶來重要投資機會，部分 5G 技術也將提前在現網使用。

3、光通信板塊依然是通信行業 2017 年重點投資領域之一：上游——國內光器件龍頭光迅科技（“買入”評級，推薦）、雲計算中心光模組國內龍頭中際裝備（收購蘇州旭創，股價部分反映重組方案未來通過的預期），其次博創科技、新易盛、天孚通信等，下游設備商中興通訊（關注）、烽火通信（“買入”評級，推薦）均繼續受益流量持續高增長推動的產業趨勢。

光纖光纜子行業 A 股龍頭亨通光電（定增已過會待發行）、中天科技給予“買入”評級及關注 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，可作為防禦配路的優選標的。

4、2017 年物聯網主題投資，側重優選具有核心技術支撐能力的平臺型企業及下游行業應用中卡位領先的公司：重點推薦高新興（收購中興智聯、中興物聯，車聯網佈局落子實）、宜通世紀。其次，關注物聯網智慧醫療領域的思創醫惠，M2M 通信模組企業移為通信、物聯網領域 IC 分銷企業潤欣科技、煤礦監測領域梅安森等。

5、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。

從海外收入占比、增速、海外業務市場與一帶一路國家的相關性角度，海能達是通信行業一帶一路標的龍頭。結合相關企業海外市場戰略、業務相關性及估值，其他一帶一路標的推薦上游-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）、星網銳捷（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)。

6、我們重點推薦的中國聯通、星網銳捷為代表的國企改革是 2017 年通信重要主題性機會。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，建議關注。

風險提示：中小創的系統性估值波動。。

## 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。