

## 債券

### 債市未來何去何從？

上周債市大幅調整主因部分經濟金融資料超預期等。節後兩周十年國債和國開債收益率分別抬升11BP和13BP，其中10Y國債收益率在10月17日觸及3.74%、創14年12月下旬以來新高。債市調整源於9月外貿、金融資料和PPI資料超預期，疊加周小川行長關於GDP“下半年有望實現7%”的表述，而非資金面擾動。這體現在短端利率穩定，DR007與R007利差收窄，長端利率抬升，曲線變陡，但期限利差仍處於低位水準。

對於未來政策面，我們認為貨幣政策中性，金融監管趨嚴。

對於未來基本面，我們認為需求回落支撐長端利率往下。通脹方面，歷史經驗表明貨幣增速不上升就難以見到CPI的顯著回升，在人口老齡化、貧富差距擴大、終端需求偏弱的背景下，短期內PPI高企CPI低迷的格局仍將持續。經濟增長方面，3季度GDP增速出現本輪復蘇週期的首次下滑，其中製造業投資仍未啟動，而庫存週期已至尾聲，出口貢獻顯著下降，再加上地產銷售轉負，地產投資的拖累也終將體現。

曲線中期平坦化。從美國經驗來看，美國國債曲線扁平化持續時間在9個月到21個月之間不等，且貨幣不松，曲線難陡。受制於貨幣政策穩健中性，短端利率難下，但基本面對長端的支撐逐漸增強，因此收益率曲線或維持扁平化趨勢。美國加息縮表會壓縮中美利差，美債利率明年如果到3%，屆時國內利率下行空間受到制約。在貨幣政策沒有大幅放鬆、超儲率低位的背景下，債市整體賺錢不易，票息策略整體是最佳策略。但短期債市明顯超調帶來交易行情。

## 策略

### 最新一周資金淨流出134億元

預計最新一周資金入市合計約淨流出134億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流出134億元，而前一周資金淨流入258億元。其中銀證轉帳6月第3周流出淨額677億元，後續未再公佈該資料；融資餘額減少73.61億元；公募基金新發行0億元；滬股通規模減少6.12億元；深股通規模增加29.3億元。

市場情緒有所下降。上周年化換手率為186%，前一周216%，07年高點1658%；上周成交量均值为327.6億股，前一周為380.9億股；融資交易占比9.6%，前一周9.3%，歷史高點為19.5%，市場情緒有所下降。

融資融券市場看多情緒下降。截止上週五，股票融資餘額為9074億元，股票融券餘額為26億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為2.72%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到18.51%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為81.48%，較前一周上升，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.24%，較前一周上升。一周融資買入2034億元，較前一周下降，融券賣出27億元，較前一周下降。股票融資融券市場總淨買入額（淨融資買入額-淨融券賣出額）為-81億元，較前一周下降。

產業資本二級市場淨增持0.01億元。根據WIND統計，截止10月20日一周產業資本在二級市場淨增持0.01億元。其中，主板淨增持0.46億元，中小板淨減持0.82億元，創業板淨增持0.37億元。從行業來看，紡織服裝增持力度最強，為1.31億元；醫藥減持力度最強，為0.71億元。從個股來看，紅豆股份增持力度最強，約1.3億元，九芝堂減持力度最強，約0.7億元。

並購重組跟蹤。上周共有3家重大並購重組事件，為太陽鳥發行股份收購亞光電子97.38%股權、國創高新發行股份收購深圳雲房100%股權與飛凱材料發行股份收購和成顯示100%股權。上周證監會並購重組委員會審議通過3家，分別為蘭州蘭石重型裝備股份有限公司、華北高速公路股份有限公司與南中航黑豹股份有限公司。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

## 行業點評

### 商業貿易：新零售時代，看生鮮電商如何蛻變與發展

秋風起，蟹腳癢，大閘蟹又開始“橫行”千家萬戶的餐桌，京東、阿裡、順豐、EMS等電商和物流紛紛聚焦大閘蟹市場，從源頭至配送，今年的蟹戰全面升級，其背後的生鮮市場現已成為商家必爭之地，巨頭和資本的參與促使生鮮電商迎來加速轉型，未來行業發展潛力無限。

生鮮電商發展迅速，行業出現新面貌。生鮮電商現已經歷探索、啟動、高速發展和洗牌期，在新零售趨勢下，行業迎來更高品質的發展期：①玩家變化：阿裡、京東等巨頭紛紛入局，行業進入“兩超多強”發展階段；②場景變化：從單一網購消費向多元化體驗過渡；③消費品質變化：生活條件的人均收入的提升，消費者愈加關注品質和健康，生鮮消費進入品質時代。

驅動行業變化的原因。（1）生鮮高頻剛需品，引流作用強：生鮮易腐爛、需求剛性、複購率高，據《金准資料》顯示，2017年消費者各生鮮電商平臺每週購買1次及以上頻次占比均超過50%。同時BCG消費洞察智庫（CCI）的調研結果，60%消費者在購買生鮮時購買其他日消品，生鮮引流作用較大。（2）線上已無明顯優勢：①獲客成本上漲：測算京東的單個用戶貢獻的毛利逐年增加，但利潤空間已顯收窄趨勢；阿裡新增單個活躍用戶的行銷費用2015年已超其毛利貢獻。②線上投放VS線下開店：結合敏感性分析，測算線下開店的年收入為同等金額線上上行銷投放帶來增量收入的1.1-1.5倍，即管道權衡之下，當前時點線下做生意可能更划算；且現在獲客成本持續上漲，線上投放性價比的提升只能來源於更高的客單價或複購率。（3）B2C生鮮電商的不經濟：在純電商模式下，按150元客單價、30%毛利率簡單測算，毛利約45元，而每單冷鏈物流成本至少40元甚至更高，隨著線上獲客成本的進一步增加，純電商模式下的毛利無法覆蓋所有營運成本。

老牌生鮮電商各有千秋，但大部分仍處虧損狀態。（1）中糧我買網：中糧旗下專注線上的電子商務平臺，公司收入保持快速增長（超30%），但銷售費用仍居高位（超20%），單筆訂單毛利難以覆蓋配送費。（2）易果生鮮：背靠阿裡，大力加強管道、供應鏈和物流建設，雖綜合毛利超30%，但扣除所有運營成本（每單物流成本30-40元），現仍處於虧損狀態，易果方預計2018年可實現全面盈利。（3）本來生活：以內容行銷打造B2B+B2C+O2O一站式生鮮平臺，預計B2C電商業務實現盈虧時毛利需超32%，目前仍處於低價培養消費者購物習慣階段，預計2018年可實現盈利。（4）京東生鮮：以自建物流和供應鏈築造競爭力內核，全品類、全管道運營，雖京東到家在部分城市已接近盈利，但整體依舊仍未實現盈利。（5）天天果園：依託供應鏈優勢，多次嘗試全管道運營，現也未實現盈利。

又有哪些新的玩法？（1）盒馬鮮生：資料化、規模化、平臺化，發揮其技術、供應鏈與用戶端競爭優勢，測算第1-4個月平均虧損率或超8%，第4-8個月淨利率1%-2%，即可能在6個月左右實現單月盈利；第8-12個月淨利率或超3%，以上折合全年淨利率0.2%-0.5%。（2）永輝超市：超級物種反覆運算創新，合夥人機制保障效率，開店提速，我們估計即將迎三季報持續高增長，以及隨後的估值切換邏輯；沿“超市+餐飲”同邏輯的還有百聯RISO、步步高鮮食演義、天虹Sp@ce等；（3）食行生鮮：專注自提櫃模式，深耕長三角地區。截至2017年5月已在蘇州、無錫和上海地區運營超過2000個社區網站，服務超過100萬戶家庭，平均日訂單超過6萬，蘇州地區已實現整體盈利。

純電商模式下，生鮮電商難以持續發展，而新零售下實體店的價值在於使用者與資料，營造消費場景引流，以及最後1-3公里的配送價值，生鮮電商與線下門店聯動發展，可最大化運營效率，目前該模式已初顯成效。基於此，我們重點推薦全國超市龍頭永輝超市，以及區域龍頭家家悅、步步高、合肥百貨等。

行業風險提示：消費持續疲軟；國企改革進程不達預期；轉型創新進度不確定性。

### **傳媒：推薦遊戲台塊關注全年票房高增長**

我們認為傳媒板塊將迎來基本面持續改善的機會。建議重點關注Q4及明年業績增長穩健且估值較低的遊戲和影視板塊，尋找業績確定的細分領域白馬龍頭。

維持行業觀點，以業績為錨，關注龍頭的估值切換與低估值高增長公司的成長性。行業層面，關注遊戲台塊低估值與高增長以及2017年下半年國內票房的高增長。影視院線：光線傳媒、中國電影、唐德影視、慈文傳媒；遊戲：完美世界、帝龍文化、三七互娛、中文傳媒；行銷：分眾傳媒、視覺中國；教育：威創股份、百洋股份；體育：當代明誠，國旅聯合；傳統：皖新傳媒。

風險提示。減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

### **煤炭：行業過度悲觀，關注動力煤公司**

上周（10.16-10.20）板塊下跌2.9%，繼續跑輸滬深300指數3.05pct，基於經濟悲觀預期的負面情緒已經宣洩較為充分。動力煤短期低點有望出現，類似5-6月的行情，預期和基本面的缺口已經越來越大，1）近期工業限產較為嚴格，工業需求可能短期低點；2）大秦線檢修一直推遲到25日（我的煤炭網），屆時可能影響供給10萬噸；3）近期陸續入冬，取暖需求開始增加。我們認為，如果未來環保安檢格局不大變，動力煤價格可能不會像大家預期的下跌，反而可能上漲。建議關注動力煤投資機會，重點推薦露天煤業。

基本面開始變化：供給端：1）產地停產限產持續：榆林、晉北等地停產減產，時間約為10天（找煤網）；鄂爾多斯火工品管控嚴格（找煤網）；10月17日山西開始新一輪環保督查（新華網）。2）鐵路計畫緊張，大秦線預計10月25日開始檢修，影響部分運量（我的煤炭網）。3）印尼雨季，發運裝船受影響，進口成交有限（煤炭資源網）。需求端：1）近期由於停減產所抑制的工業需求有望回暖；2）11月冬季取暖旺季需求增加。9月全國發電量同比+5.3%，其中火電同比-0.5%，水電同比+18.6%（國家統計局），後續水電轉弱，火電逐漸進入旺季。

焦炭庫存微降，焦煤庫存上升，後續價格壓力進一步擴大：Mysteel資料，本周110家樣本鋼廠焦炭庫存下降0.09天至12.95天；本周全國100家獨立焦企產能利用率上升0.49%至75.69%。產能利用率的提升主要體現在前期限產較為嚴重的華北、華東、西南地區生產略有恢復，但目前鋼廠繼續打壓焦炭採購價格，後續隨著鋼廠開工降低，焦炭價格仍將承壓。焦煤價格以穩為主，庫存上升。焦化廠煉焦煤庫存上升1%至821萬噸，可用天數增加0.07天至16.89天。鋼廠煉焦煤庫存增1.5%至830萬噸，平均可用天數增0.25天至16.53天。

動力煤港口庫存高位，電廠補庫或加速：wind資料顯示，本周秦皇島港庫存微升至717萬噸（環比+0.5萬噸），錨地船舶數量維持87艘，預到船舶數18艘（環比+11.2%），呈增長之勢。本周沿海六大電廠平均日耗環比降8.8%，庫存下降6.2%，可用天數維持在15天。目前電廠補庫並不積極，觀望情緒濃厚，但淡季庫存顯著下降，後續補庫壓力逐漸增大。我們認為，目前並不能判斷真實的供需格局，10月仍是淡季，預計進入11月需求會有好轉，拉煤主動補庫有利支撐動力煤強勢。

投資建議：目前由於鋼鐵焦化行業限產影響焦煤需求，行業悲觀情緒濃厚，但動力煤基本面向好，預期與基本面缺口逐漸拉大，若環保安檢格局不大變，動力煤價格有望維持高位，我們建議重點關注動力煤公司：露天煤業，陝西黑貓，潞安環能，山西焦化，開灤股份，平煤股份，冀中能源，山煤國際，陽泉煤業，上海能源，中煤能源，陝西煤業，中國神華，新集能源，藍焰控股，瑞茂通，\*ST鄭煤。

風險提示：政策實施時間和力度不確定，新增產能釋放快於預期。

## 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。