

2017年11月9日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀

### 外貿增速小降，順差規模回升

出口增速小降。10月我國以美元計價出口同比6.9%，出口增速小幅回落，10月外需整體平穩，但人民幣升值制約出口擴張。

外需保持穩定。從主要國別和地區來看，10月對歐盟（11.4%）出口進一步高增，對日本（5.7%）出口大幅改善，但對美國（8.3%）出口增速明顯回落。新興市場中，對韓國（4.8%）出口增速下降，對印度（6.9%）、東盟（10.1%）和香港（-5.4%）增速維持平穩。

進口量跌價穩。10月我國進口同比降至17.2%。數量上，10月我國對鐵礦石（-1.6%）進口同比轉負，對原油（7.8%）和銅（13.8%）進口增幅也明顯下降，反映10月國內經濟生產轉弱。金額上，由於大宗商品價格漲幅略降，10月進口的鐵礦石（16.9%）、原油（29.1%）和銅（50.2%）同比均較上月縮窄。

順差規模回升，匯率短期穩定。10月我國進口量跌價穩、出口穩中略降，貿易順差381.7億美元，較上月改善，月末外儲餘額回升7億美元，人民幣匯率短期穩定。

## 債券

### 10月債券託管資料點評

17年10月債券託管資料已公佈，中債登和上清所債券託管總量共計65.8萬億元，環比增加4734億；分券種來看，國債供給繼續上升，政金債和地方債供給上升，但增量下降；同業存單供給繼續大降，信用債則小幅增量。

分機構來看，商業銀行持倉大增，主要是大量增持國債，存單持倉下降，但降幅明顯減少；而廣義基金持倉下降，其中存單、國債持倉均明顯減少；最後，保險和券商均減持了國債，整體持倉也有所下降。通過分析10月託管資料，我們認為：銀行大幅增持，債市堅定配置。

目前來看，10月廣義基金減持了債券，銀行則大幅增持，配置力量逐漸增強，並且四季度銀行信貸額度有限，債券配置或仍有增加空間。通常來說，決定利率頂部區域的力量來自配置盤，目前利率已處於明顯超調狀態，後續有望在配置力量的推動下均值回歸。我們堅定認為，10年期國債利率超過3.6%以上具有長期配置價值。

## 固定收益

### 基於下修、回售、贖回條款的投資邏輯——可轉債投資手冊之三

條款和債底保護使得轉債“下有底”

除了基本的債券條款外，可轉債還會增設一些特殊條款，包括下修條款、條件贖回條款和條件回售條款。條款保護和債底保護對轉債價格形成了支撐。中國110只退市轉債歷史最低價83元(南山轉債)、最高價619元(通鼎轉債)，其中46只轉債的最低價破面，對應均值94元、中值96元，體現轉債“下有底，上無限”的特徵。

贖回條款的投資邏輯：低價埋伏，等待觸發贖回

06年以來發行且退市的72只轉債中，有66只以觸發提前贖回而轉股的方式退出，占比超過90%。從這66只轉債的退出時間來看，33%的轉債在上市1年內完成轉股退市，30%在第2年退出，前3年內退出比例高達82%。因此，低價埋伏、等待觸發提前贖回，這是轉債的長期投資邏輯。

下修和回售條款的投資邏輯

回售與下修相輔相成，下修主要為避免回售壓力。對於發行人而言，下修可以避免回售壓力（16只轉債在回售期且面臨回售壓力，其中有14只啟動下修）。對於投資人而言，回售條款可以“迫使”發行人採用下修或推動股價上漲等方式避免回售。

博弈回售-下修，超額收益率並不明顯。（1）買入處於回售期且面臨回售壓力的轉債，博弈下修：在股價首次觸發回售價格後一日買入，在董事會下修公告日或滿足提前贖回要求日賣出，轉債價格跌多漲少，買入賣出間隔天數均值為102天，平均年化收益率僅為-4.8%、中值-2.8%，相對中證轉債超額收益均值1.1%、中值-0.2%。（2）臨近回售期或者回售期內，買入跌破回售價的轉債，然後等待觸發下修/回售/贖回：在轉債價格跌破回售價後一交易日買入，在董事會下修公告日或滿足提前贖回要求日賣出，轉債價格漲多跌少，買入賣出間隔天數均值為250天左右，平均年化收益率24%、中值19%，平均相對中證轉債超額收益-0.07%、中值0.82%。

下修後轉債表現如何？成功下修的轉債大概率上漲並獲得超額收益。例如董事會修正議案公佈後買入、股東大會決議公告日賣出轉債的平均收益為1.8%，取得正收益的概率為79%，相對於轉債指數的超額收益為1.76%。

個券分析：那些未轉股的轉債

前文提到，大多轉債通過觸發贖回而轉股退出，但有7只情況較為特殊，具體來看：澄星轉債下修失敗，是到期還本付息第一例，最終54%轉股、22%回售、24%到期兌付。唐鋼轉債同樣下修失敗，因回售價不敵到期贖回價，幾乎全額到期贖回。新鋼轉債3次下修難敵正股低迷，最終幾乎全部到期兌付。博匯轉債到期前兩月下修2次，力挽狂瀾成功轉股，僅1.5%到期兌付。雙良轉債下修誠意不足，到期贖回價低，幾乎全額回售。燕京轉債部分回售後下修，有效促進轉股，最終76.6%轉股、23.2%回售。此外，廈工轉債僅因改變募投項目回售80張，大部分轉股。

啟示：正股是根本，其次是條款和估值

1) 轉債大概率轉股，因此長期來看，應低價買入靜待股價上漲驅動轉債觸發提前贖回。2) 關注進入或臨近回售期、且價格跌破回售價轉債的投資價值，但從歷史來看，難有超額收益。3) 轉債三大賺錢方式包括賺正股的錢、賺條款的錢、賺估值的錢（股性估值和債性估值），其中正股是根本！過去轉債市場規模小、流動性一般，參與投資者有限，屬於“小眾市場”。但隨著轉債市場擴容，可選標的增多，選股擇券能力更加重要。

風險提示：基本面變化、股市波動、政策不達預期、價格和溢價率調整風險。

## 行業點評

### 傳媒：“吃雞”類手遊火爆來襲，遊戲版塊迎新主題催化

事件：由韓國遊戲廠商Bluehole研發的PC遊戲“絕地求生：大逃殺”（俗稱其為“吃雞”遊戲）自今年3月份在Steam平臺上線以來在全球範圍內獲得了巨大的反響，熱度迅速上升。根據steam資料，該產品當前銷量已接近2000萬份，打破了PC遊戲記錄。近期國內遊戲巨頭包括網易、小米等公司紛紛推出類似“吃雞”遊戲的手遊版本，騰訊計畫推出的“吃雞”類手遊官方披露在11月8日正式上線。

爆款再次點燃遊戲行業熱情，大廠紛紛卡位佈局“吃雞”類手遊。在“大逃殺”遊戲的火爆背景下，國內互聯網巨頭包括網易和小米已經推出了自己的“吃雞”類手遊產品。其中網易推出《荒野行動》和《終結者2：審判日》，兩款產品自11月4日上線以來，僅幾天時間就超越《王者榮耀》迅速攀升到免費榜第1和第2的位置；而小米（西山居）推出的類“吃雞”產品《小米槍戰》自10月20日上線以來穩步爬升，目前也已經躋身免費榜的第4位。在此背景下，而騰訊也加入其中，計畫於11月8日推出《光榮使命》，同樣具備“射擊”、“奔跑”、“空降”等“吃雞”特色，後續表現非常值得期待。

政策理解：在繼承“吃雞”核心玩法的基礎上調整內容，健康娛樂。近期廣電總局也發表了對“大逃殺”遊戲的通知，對該類遊戲的血腥、暴力等元素提出質疑，對該類遊戲提出不鼓勵的態度。我們的理解：1) 政策依然是對內容和精神導向有嚴格管控，不允許出現違背社會主義核心價值觀的內容，國內上線的“吃雞”類遊戲必須將原版大逃殺中血腥、暴力等元素去除，從而引導玩家進行健康的遊戲體驗；2) 從網易和小米已上線的“吃雞”手遊來看，基本都是較早拿到了出版版號，產品上線後對遊戲內容也有所調整。騰訊官網披露即將上線的“吃雞”類產品《光榮使命》已經進行了功能變數名稱的修改，也于預期正常上線；3) 政策並不是扼殺遊戲創新，而是進行規範，引導玩家健康娛樂。此外對不規範吃雞類產品的限制也間接利好已上線的產品。

盈利模式思考：先圈使用者，打造社交屬性，變現樂觀。PC端的《絕地求生：大逃殺》是前向購買模式，而當前幾款吃雞類的手遊均是免費下載模式，且目前遊戲內也並沒有設計太多付費點，短期看應該暫時沒有太多收入貢獻。我們認為該類型遊戲當前正處“跑馬圈地”的階段，核心目標是做大DAU和使用者規模，我們判斷後續當用戶到達一定量級後可通過道具、皮膚、廣告等多種模式實現變現。“吃雞”類產品結合FPS玩法具備很強的社交屬性，玩家參與感高，因而在多媒介迅速擴散開來。

推薦標的：1) 中文傳媒。旗下智明星通發行了吃雞類手遊《Last Battleground: Survival》，該產品於10月中旬開始陸續在東南亞、港臺等地區上線，目前在多個國家和地區的Google play免費遊戲排行榜中進入前2的位置。該產品只針對海外市場，不和國內大廠形成直接的競爭，海外市場目前也缺少競品，空間廣闊；2) 迅遊科技。公司主要是《絕對求生》PC遊戲的官方唯一指定加速服務商，為玩家提供加速服務業務，未來隨著“吃雞”類手遊的上線，該類產品移動端的加速業務有望成為公司新的增量。

風險提示：政策限制；市場競爭激烈；產品後續變現不及預期。

## 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。