

重點報告推薦

【固定收益專題報告】驅動因素生變，違約風險升溫——近期信用風險事件有何啟示？

近期信用風險事件梳理。近期各類違約及信用事件層出不窮，大連機床、丹東港和川煤集團再度出現債券兌付或付息違約；億陽集團回售違約，在此之前公司已經深陷債務糾紛，主體評級連續下調；保千里利息違約一方面是公司流動性本就緊張，實際控制人被調查更是加劇了再融資難度，目前公司經營、融資均陷困境，未來債券本金兌付存較大不確定性；雲南資本非標逾期，儘管後續已經完成償付，但對城投信仰有很大衝擊；吉林森工集團永續債放棄贖回、票面利率跳升超出市場預期。

哪些老故事，哪些新問題？民企仍是高危群體。一是民營企業融資環境明顯收緊，目前市場對民企債規避情緒較重，容易形成惡性循環。二是保千里、丹東港等案例再次凸顯了民企實際控制人風險。再融資不暢推升信用風險。近期違約的丹東港、億陽等主體早已發不出債券，再融資的惡化成為違約的導火索。上市公司也需注意排雷。由於上市公司有明確的業績等指標規定以及更嚴格的信息披露要求，因此市場對於上市公司發行的債券，在實質上更為信賴。但近期的保千里和中安消等案例表明，上市這一巨大的誘惑面前，公司反而更有動力進行造假。城投債風險漸顯。隨著地方債務規範的趨嚴，城投債信仰趨弱。近期雲南資本被爆非標逾期，儘管該公司不屬一般意義上的城投公司，但也顯示出政府在對於城投或者說國企的支持方面，可能面臨諸多掣肘。

警惕永續債條款陷阱。永續債延期情況並非個例。儘管永續債的條款設定是帶有“永續性質”，但票面利率跳升的設置下，市場普遍預期發行人不會輕易選擇延期，15森工集MTN001事件打破了這一預期。未來永續債選擇延期的情況將只增不減，一是永續債“到期”的規模越來越多，存量永續債中將在2018-2020年“到期”的規模分別有1119、1940、5333億元，2020年是永續債到期的一個高峰。二是部分主體資質弱化，再融資利差已經較初始利差大幅抬升，對票面利率跳升的忍受度提高。18年到期的1119億元永續債中，有10只主體評級在AA級及以下。這些低等級永續債票面跳升設置為300BP或400BP，對於其中某些再融資難度非常大的主體，永續債選擇票面跳升或更為划算。警惕永續債條款陷阱。國內永續債在條款設計上比較多樣，贖回、延期權行使日期的設定，票面利率跳升機制以及利息遞延條件的設定都有不同，條款的設定往往對發行人有利。比如有些永續債規定可贖回日為首個周末以及此後每一個付息日，或者符合一定條件便可提前贖回，投資者可能面臨提前結束投資的風險；再比如規定一定條件下可以無限期延付利息、票面利率調整設置的上浮基點過小，均可能反映了發行人延期的意願。此外，國內永續債設置條款中，極少有添加投資者保護條款（如交叉違約），一旦出現風險投資者無法及時維權。

驅動因素生變，違約風險升溫。自14年3月超日債違約以來，信用債違約時有發生，但亦跟隨經濟呈現週期性變化。上一輪信用違約高峰出現在15年四季度到16年二季度，主因企業盈利下滑導致企業內部現金流（經營現金流）弱化，因而重災區是產能過剩行業、新能源行業等嚴重虧損的行業。我們認為2018年信用風險將再次升溫，而這一輪企業盈利雖有下滑趨勢但遠好於上一輪，但金融強監管下市場化融資萎縮，再融資不暢帶來的外部現金流收縮或將成為新的驅動因素。2018年信用債到期壓力較2016年有增無減，地產和城投行業的壓力更大。融資渠道非標轉標將是大勢所趨，但貨幣政策穩健中性、金融監管加強的背景下，貸款資源會

傾向於大中型國企和政策支持的行業，對市場化融資依賴度高的行業或企業再融資風險加大。需警惕政策受限的地產城投企業、貸款獲取能力弱的中小民企、非標和債券到期量較大的企業等。

【策略專題報告】美股大跌對港股影響多大？

美股是否為牛轉熊還需觀察，至少是一個中期調整。美股自1月26日開始大幅下跌，標普500、道指、納斯達克期間（1/26-2/13）最大跌幅達11.8%、12.2%、11.7%，前一周更是出現了3根大陰線，進而引致全球股市巨震，恒生指數、上證綜指、日經225、STOXX歐洲50期間最大跌幅達13%、14.6%、11.4%、9.5%。美股1960年以來共經歷三次長牛轉熊，1949-1973長牛、1982-2000年長牛、2002-2007年長牛，牛市平均維持186個月，三輪牛市平均上漲770.62%。三次熊市平均維持24個月，平均下跌52%。三次長牛轉熊均出現在經濟繁榮後期，通脹與利率上行，估值處於高位。本輪牛市自2009年3月以來標普500最大漲幅為330.9%，持續108個月，相較前幾次牛市漲幅略小，相較前幾次股市大頂目前通脹和利率水平不算高，標普500 PE(TTM)目前為21倍（1970年以來從低到高80%分位），處於歷史高位，需要有所警惕。本輪調整的誘因是2月2日公佈的就業數據很好（失業率較低為4.1%，為17年來低位）、加息預期升溫，本質源於美股走牛9年後估值偏高。

恒生指數PE12.8倍，PB1.3倍。行業估值絕對值來看，截至2018年2月9日，恒生指數PE（TTM）為12.8倍、恒生大型股指數為12.0倍、小型股指數為16.6倍、恒生國企指數為8.9倍。行業層面PE較低的有恆生綜合業（7.7倍）、恆生地產建築業（9.2倍）、恆生金融業（9.5倍）。恒生大型股指數（12.0倍）高於歷史估值中位數水平，恒生中型股指數（13.1倍）高於歷史估值中位數水平，恒生小型股指數（16.6倍）低於歷史估值中位數水平。行業層面低於歷史估值中位數水平的有恆生公用事業（15.4倍）、恆生工業（15.1倍）、恆生綜合業（7.7倍）。PB（LF）方面，恒生指數為1.3倍、恒生大型股指數為1.25倍、小型股指數為1.16倍、恒生國企指數為1.0倍。行業層面PB較低的有恆生綜合業（0.71倍）、恆生能源業（0.87倍）、恆生地產建築業（0.92倍）。行業層面低於歷史中位數水平的有恆生消費品製造業（2.42倍）、恆生公用事業（1.48倍）、恆生工業（1.4倍）、恆生電訊業（1.19倍）、恆生金融業（1.07倍）、恆生地產建築業（0.92倍）、恆生能源業（0.87倍）、恆生綜合業（0.71倍）。

上周歐美股市總體下跌。上周發達經濟體主要股指出現不同程度的下跌。其中港股恒生國企指數跌幅最大，為12.09%；恒生指數跌幅9.49%，日經225跌幅8.13%。美股方面，道瓊斯工業指數下跌5.21%，標普500下跌5.16%、納斯達克指數下跌5.06%。NSDQ行業層面也出現全面下跌。其中NSDQ運輸指數下跌6.14%，跌幅最大；NSDQ生物科技指數下跌5.76%，NSDQ工業指數下跌5.64%。

風險提示：全球經濟形勢惡化。

【基金專題報告】銀華基金權益投資管理能力分析

銀華基金權益投資業績。截止2017年12月31日，銀華基金近一年、三年和五年主動權益資產規模加權平均收益分別為24.63%、71.39%和133.75%，在全市場中分別排在10/102、11/73、14/68名，長中短期業績表現整體較為穩健。分年度看，公司權益投資風格偏穩健成長，各年度業績整體位居行業中游水平，表現較為穩定。

旗下基金經理投資風格。銀華基金在主動權益投資方面，重視基本面研究，整體投資風格偏穩健成長，持倉上偏向大消費，且選股偏好行業龍頭。雖然都是偏穩健，但基金經理之間在操作風格、特點上，還是有所差異。

基金經理李曉星：投資風格較為均衡穩健，投資的核心就是在景氣度向上的行業中，選擇利潤增速快的公司，並在其中挑選出估值合理並有一定預期差的個股。

風險提示：基金經理整體運作倉位較高，淡化擇時，在市場出現大幅下跌時，業績或存在較大波動。
基金經理周可彥：投資研究經驗豐富，覆蓋過大消費、金融、機械製造等領域。整體上，基金經理投資以自下而上精選個股為主，偏好在較低或相對合理的價格買入有高確定性增長前景的公司，並在股價高出公司實際價值時賣出，堅持做價值投資。

風險提示：1) 基金經理投資風格偏價值，在以創業板為代表的高彈性新興成長風格市場中，表現或有所不適應。2) 基金經理行業配置集中度很高，特別是近年來極度重倉白酒板塊，雖然對個股盈利和估值有較高要求，但集中配置會使得基金經理業績受到重倉板塊影響出現波動。

基金經理孫蓓琳：宏觀策略研究出身，在投資過程中，會根據宏觀經濟基本面、流動性、估值等進行大類資產以及風格資產的調整，自上而下挑選基本面向好的行業，偏好投資行業龍頭。組合構建上，基金經理主要採取“核心+衛星”策略，核心持有一些穩定成長類股票，衛星資產部分做風格、行業切換，也會精選一些長期空間大、增速高、管理層好的上市公司股票。

風險提示：基金經理宏觀策略出身，投資過程中會進行較多資產配置、行業配置操作，由於自上而下的擇時判斷存在較大難度，因而基金經理擇時和配置能力是需要被重點關注。

【行業深度報告】石油化工：我國乙烯原料輕質化進程加快

乙烷制乙烯發展潛力大。乙烯生產路線主要包括石腦油蒸汽熱裂解、輕烴（乙烷、丙烷等）脫氫、（煤）甲醇制烯烴和乙醇脫水制乙烯等，其中乙烷制乙烯路線具備經濟性強、投資小、盈利穩定性較高等優勢。目前，輕烴（乙烷和丙烷等）路線在國內乙烯生產中占比僅16%，乙烷供給是制約我國原料輕質化發展的主要瓶頸。我們認為隨著國內項目及配套儲運設施建設的推進，以及VLEC運輸能力的提升，乙烷脫氫制乙烯裝置比例有望快速提升，發展潛力大。

全球乙烯供需格局。2017年全球新增乙烯產能725萬噸/年，總產能達1.69億噸/年，裝置開工率約91%；國內乙烯新增產能145萬噸/年，總產能達2455.5萬噸/年，同比增長6.3%，對外依存度不斷提升（10.7%）。乙烯生產原料中，中東乙烷原料占比為67%，北美乙烷原料占比為52%；亞太和西歐主要以石腦油為原料，石腦油占比分別高達71%和70%。

全球乙烷制乙烯產能釋放。中東乙烷路線產能釋放較早，現增速放緩；美國產能迅速擴張，國際巨頭陸續加入。據中石油經研院的數據，2017年全球乙烯原料中乙烷占比已提升至20%（2016年為17%）。據IHS預計，隨著北美新增產能的釋放，到2020年，在全球乙烯供應中，乙烷路線占比將在40%左右。

我國乙烷制乙烯有望迎來蓬勃發展期。中石化研發的CBL系列乙烷裂解爐工藝技術已在中石化部分煉廠得到應用。2016年，以乙烷為原料的20萬噸/年產能裂解氣體爐已在鎮海煉化投產。目前，國內在建和規劃的大型乙烷制乙烯及相關項目共11個，包括新浦烯烴、華泰盛富、衛星石化等公司項目正穩步推進中。

高油氣價格比下乙烷-乙烯價差較大。乙烷制乙烯原料成本占比相對小，乙烷價格和油價相關性較弱。經回歸分析，乙烷-乙烯價差與油氣價格比具有正相關性，油氣價格比大於10時，價差超過乙烯-石腦油價差。當油氣價格比超過35時，乙烯-石腦油價差為負值。

油價升高，乙烷路線較石腦油路線盈利性更好。根據我們的測算，乙烷路線單噸利潤與油價正相關，石腦油路線單噸利潤與油價負相關，擬合優度（R2）分別為0.65和0.56。油價在58美元/桶以下時，石腦油路線利潤

高於乙烷路線；油價在58美元/桶以上時，乙烷路線單噸利潤超過500美元；油價超過100美元/桶時石腦油路線幾乎不能實現盈利，乙烷路線盈利將超過800美元/噸。

乙烷制乙烯路線競爭力較強，但國內發展尚需解決原料供應問題。乙烷制乙烯路線相對於甲醇（煤炭）、石腦油路線，在成本方面具備一定競爭優勢。我國發展乙烷脫氫項目主要問題是乙烷原料長期供應的問題。我們認為隨著乙烷貿易的發展，我國乙烷制乙烯將迎來廣闊發展前景。

上市公司分析：總體來看，我國乙烯原料輕質化是未來發展方向。乙烷制乙烯裝置具備投資小、盈利穩定性相對較高等優勢。目前乙烷供應穩定性是制約我國原料輕質化發展的主要瓶頸，隨著相關基礎設施建設的推進，以及VLEC運輸能力的提升，乙烷脫氫制乙烯裝置比例有望快速提升。建議關注具備乙烷、丙烷脫氫佈局龍頭，未來有望在原料輕質化進程中受益的公司，包括衛星石化（乙烷制乙烯、丙烷脫氫）、萬華化學（丙烷脫氫），以及具備資金、資源等優勢的中國石化。

風險提示：烯烴項目進展不及預期；產品價格大幅波動等。

行業研究

百貨：百貨行業週期與價值分析，關注2018年重估機會

1、行業週期。①歷史榮衰：百貨行業收入&淨利2006-11年因連鎖擴張增速回升，2012-16年因業態分流/經濟下行/控制三公消費等增速持續下滑，主要公司同店增速與行業趨勢一致；②復蘇：4Q16以來百貨行業銷售回升：來自線上流量紅利衰退，線下消費升級&技術賦能促進價值回歸；主要品類銷售增速均有回升，化妝品、金銀珠寶彈性較高，化妝品增速最快。

2、百貨主要轉型舉措。持續多年的外部壓力，以及資本和技術加速佈局，已倒逼行業自我變革擺脫“二房東”模式的簡單價值創造，回歸零售本質，著力消費者服務體驗，數字化門店、用戶和運營，連接&打通上下游，壓縮產業鏈，再造價值鏈，邁向新商場。代表性公司包括銀泰商業、天虹股份、王府井、中央商場、百聯股份等。

3、百貨普遍便宜，重估價值高。①PE低（2018E）：鄂武商A（9x）/歐亞集團（11x）/大商股份（12x）/王府井（14x）/合肥百貨（15x）；②PS低（2018E）：歐亞集團（0.3x）/銀座股份（0.3x）/百聯股份（0.3x）/合肥百貨（0.5x）/王府井（0.5x）；③RNAV相對市值較高：銀座股份（3.1x）/中興商業（3.1x）/歐亞集團（3x）/百聯股份（2.7x）；④現金/市值較高：合肥百貨（55%）/大商股份（51%）/百聯股份（50%）/王府井（49%）。

4、推薦。百貨便宜+復蘇+改善彈性，還是“超市影子股”，更進一步還來自於短期機制變革的彈性和中期產業鏈效率改善的彈性。推薦天虹股份（轉型創新+激勵+國改機會），王府井（高復蘇彈性+次新店貢獻成長+國改機會）、積極關注中央商場（百貨新零售樣板+業務轉型+激勵）、百聯股份、合肥百貨、銀座股份、鄂武商A等。

風險提示：改革與轉型進程及效果的不確定性，消費持續疲軟。

傳媒：文化傳媒春節消費強推薦低估值龍頭

我們看好：1）2018年一季度賀歲檔疊加17年一季度低基數+18年中下旬多部重磅IP影片片單，我們預計2018年中國電影票房整體增速保持雙位數增長，優質內容票房集中度提升趨勢凸顯，衍生多元開發加速。2）付費用戶持續增長及付費結構優化。帶動影視板塊內容創新，需求持續旺盛。重點推薦優質影視內容生產或產

業鏈環節高壁壘龍頭公司：光線傳媒、捷成股份、華誼兄弟；慈文傳媒、華策影視；中國電影、上海電影，關注橫店影視。

風險提示：春節檔票房增速不及預期，單影院、單屏幕電影票房產出持續下滑風險。

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。