

CHINA- 2017 OUTLOOK

中国-2017 年前景展望 专题注释

2017 年 2 月 6 日



萬海證券有限公司
AMC WANHAI SECURITIES LIMITED

目录

内容概述.....	3
宏观经济展望.....	4
经济结构持续重整平衡.....	4
...与逐渐软着陆同步.....	5
稳定的通货膨胀为进一步的刺激提供了空间.....	6
低利率制度和恢复工业盈利能力以支持股票市场.....	6
在资本流出问题的影响下，货币疲软有利于出口.....	8
企业高债务仍然是风险的来源.....	9
即将开始的 Trump 的执政策略可能加剧紧张.....	9
银行业：堆积成山的坏账.....	11
保险业：健康的重要.....	14
房地产：狭窄的增长空间.....	16
石油、天然气和消耗性燃料：横向恢复，传统挑战保留.....	20

内容概述

预计中国经济将在 2017 年持续逐步放缓。其经济正在缓慢地重整平衡中，因为继续向着更可持续的消费驱动增长模式发展而将越来越不依赖于贸易。

在避免硬着陆陷阱继续的同时，政府也在国家经济结构转型的过程中实行了平衡举措。政府的财政刺激在很大程度上稳定了经济，同时将通货膨胀控制在可控范围之内。

由低通货膨胀和收益增长反弹带动的宽松货币政策有望为资本市场提供急需的增长。

我们提供了五个行业的前景展望，它们被认为会对市场复苏至关重要并可能见证最多发展变化。行业是：

- **银行业：**面对高额债务和不良贷款上升，该行业在政府支持的支撑下，可能会进行系统清理从而加强行业的基本面，为 2018 年的强劲复苏奠定基础。
- **保险业：**在未来一年中，向非人寿产品的转变预计将继续，健康保险市场也将继续保持其稳定的增长。根据目前的评估，我们认为该行业的价值被低估了，应该会将其列入最基本投资者的买入名单中。
- **房地产：**中国的决策者已采取措施，通过强化购买限制、提高抵押贷款首付比率和收紧开发商的融资来冷却已失控的房价。这些措施已冷却了楼市，并稳定了楼价。这些政策措施导致投机投资及新投资的减少。这也减少了供应需求的差距，并使存滞的房产下降到了更易于管理的水平。在 2017 年，市场预计将继续保持低迷。
- **石油、天然气和消耗性燃料：**石油和天然气价格预计将在 2017 年继续反弹。这将为受各种问题困扰的中国石油行业提供一些喘息的空间。然而，独立炼油厂将面临不确定的未来，这可能是政府压力的主要问题来源。

然而，人们仍然对货币波动和资本外流的加剧表示关切。企业高债务是另一个可能在 2017 年破坏经济的因素。外部风险也因保护主义的特朗普政府的当选而上升，这可能引发全球动荡。

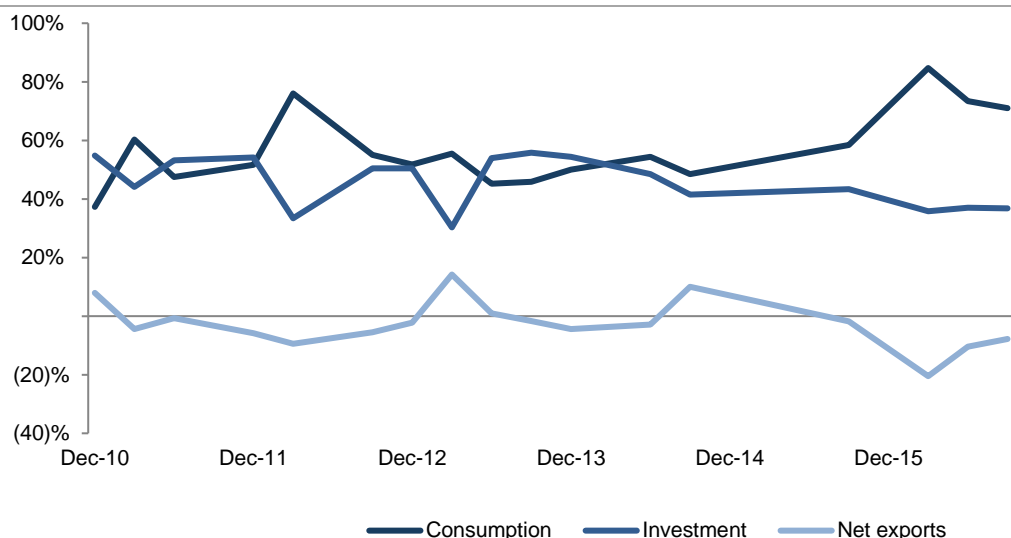
今年将出现结构性调整，以巩固基本面的基础。这将是通过巩固为未来增长提供一个更稳定基础的一年。我们认为市场会为希望以具有吸引力的价格投资高质量股票的长期投资者，提供具有吸引力的投资机会。

宏观经济展望

经济结构持续重整平衡...

中国经济在 2017 年继续发生根本性转变。因为经济重整平衡是向更可持续的增长模式来发展，所以自 2012 年以来增长一直在放缓。经济正在变得越来越不依赖贸易。在 2015 年，商品和服务业的交易相当于当年 GDP 的 41%，远低于十年前的 63%。

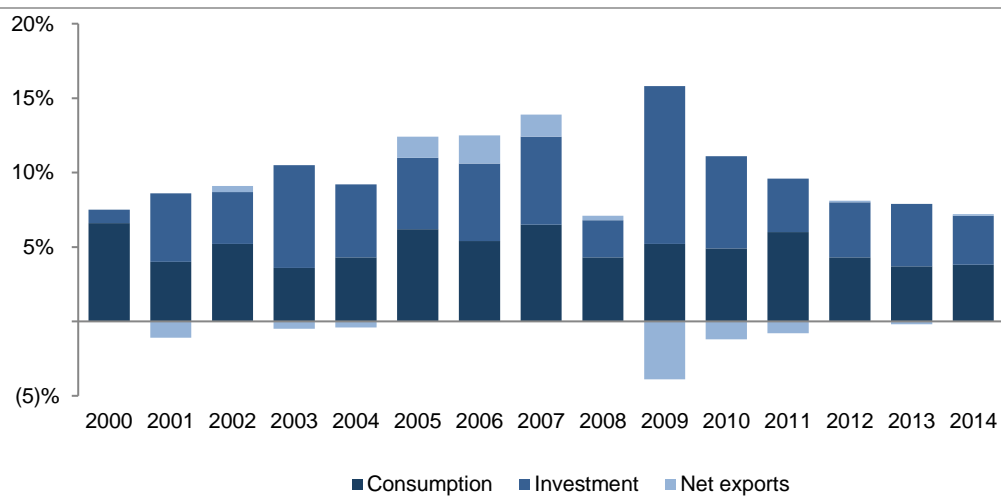
中国 GDP 权重



资料来源：彭博

这次的重整平衡过程中涉及了从重工业和建筑业转向到更先进的制造和服务生产业并且从投资和出口转向到消费。

中国 GDP 增长的构成



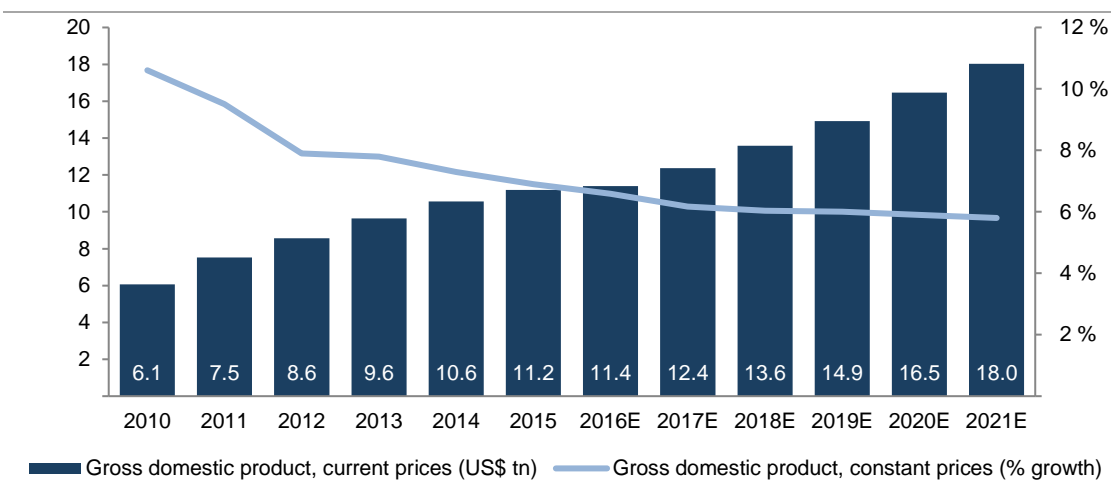
资料来源：彭博

...与逐渐软着陆同步

北京在国家增长模式的结构性转变中所采取的复杂的平衡举措同时也确保了经济不会有继续的硬着陆。中国政府继续为经济提供短期刺激，使后台的改革能够顺利进行。经济增长的很大一部分来自政府的财政刺激支出，特别是基础设施建设。中国的 GDP 将在 2017 年逐渐放缓。

两个关键的增长引擎，零售业销售和投资，在今年为中国经济带来了动力。政府已经彰显承诺并有必要的干粉来补偿结构性拖曳。其“有针对性的刺激目标紧缩”政策将继续，因为不想把来之不易的宏观经济稳定置于危险之中。国际货币基金组织预计增长率将从 2015 年的 6.9% 降至 2016 年的 6.6%、2017 年为 6.2%，到 2018 年为 6.0%。

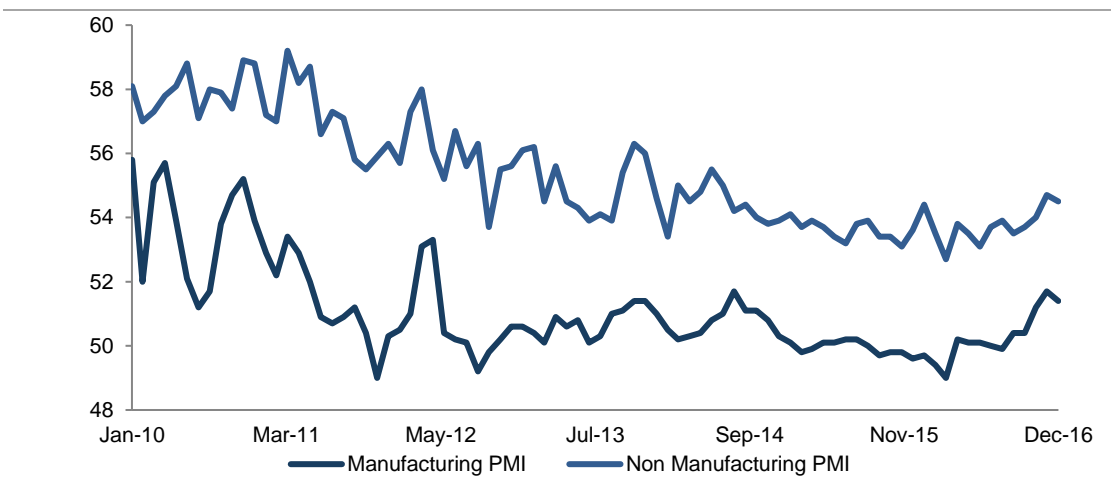
国内生产总值



资料来源：国际货币基金组织

尽管来自美国现在发展情况的额外风险，根据国际货币基金组织的观点，中国的增长将在 2017 年为 6.6%，在政府财政刺激的背后，在很大程度上稳定了经济。每月活动数据也指向稳定，尽管最近有所回升但是私人投资仍然疲软。制造业和非制造业采购经理人指数跳升至 2014 年 7 月以来的最高水平，进一步凸显了其经济实力。

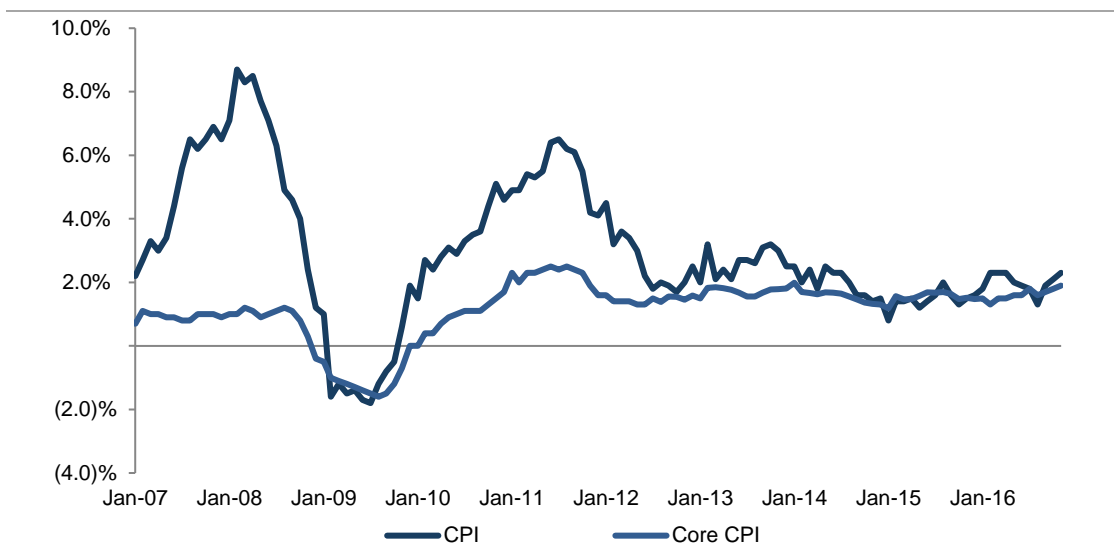
制造业 PMI 和非制造业 PM



资料来源：彭博

稳定的通货膨胀为进一步的刺激提供了空间

通货膨胀

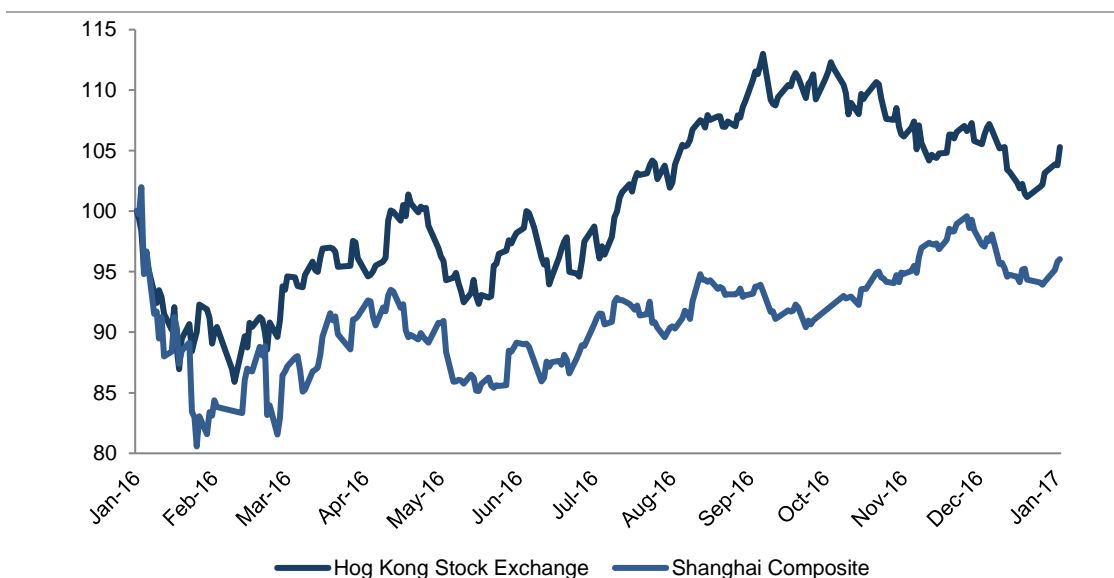


资料来源：彭博

消费物价指数和核心通货膨胀仍然都很低，并处于可控制的范围之内。低通货膨胀将为进一步的措施提供空间，旨在支持增长并保持经济的增长在目标的 6.5%-7% 范围内。

低利率制度和恢复工业盈利能力以支持股票市场

股票市场

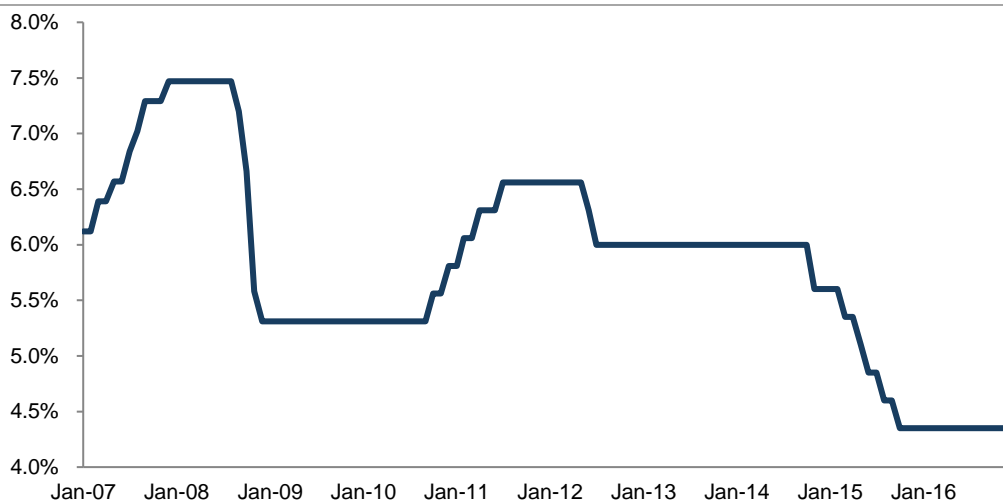


资料来源：彭博

普遍的低通货膨胀确保货币政策将继续是宽松的。这将增加股票作为资产类别的吸引力，并确保更多的资本流入股票市场。



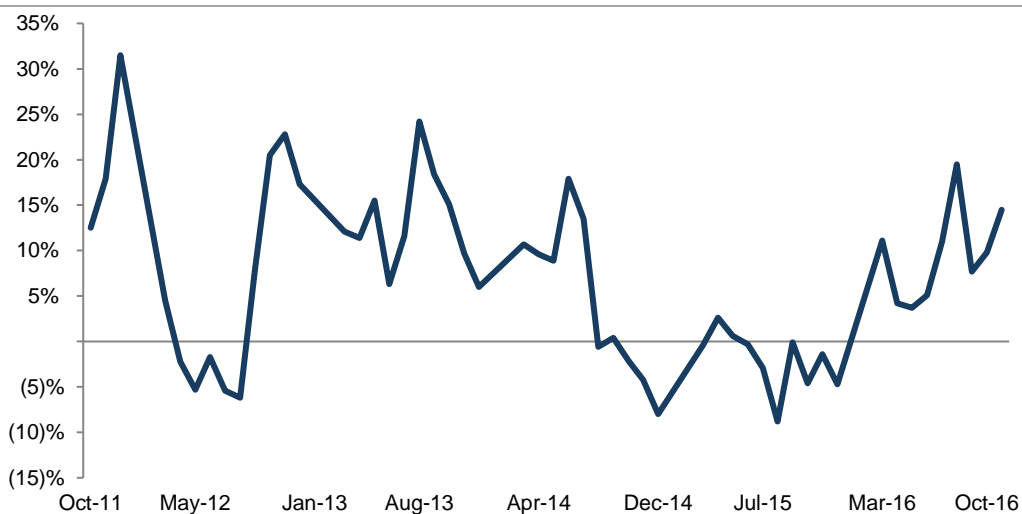
中国的贷款利率



资料来源：彭博

自 2014 年以来，并未出现的工业企业的利润增长再次出现了，这证明了行业收益增长的强劲反弹，这也将进一步刺激股票市场。

中国工业企业利润同比增长 (%)

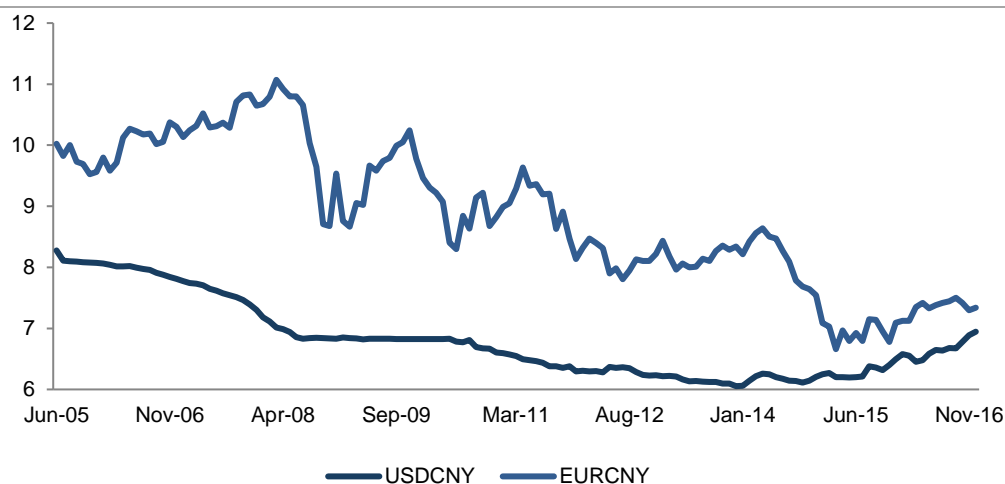


资料来源：彭博

在资本流出问题的影响下，货币疲软有利于出口

自 2015 年年底以来，中国人民银行（PBoC）一直在管理人民币与更广泛的货币篮子，并使人民币兑货币篮子保持相对稳定。然而，人民币兑美元相对急剧下跌，从而为自身创造了动力。北京将密切关注货币形势，采取措施控制市场波动，支持人民币，如果出现大幅抛售，人民币大幅贬值将加剧资本外流。然而，从积极的方面看，人民币贬值应该会提供出口的增长，因为中国货物会变得便宜。

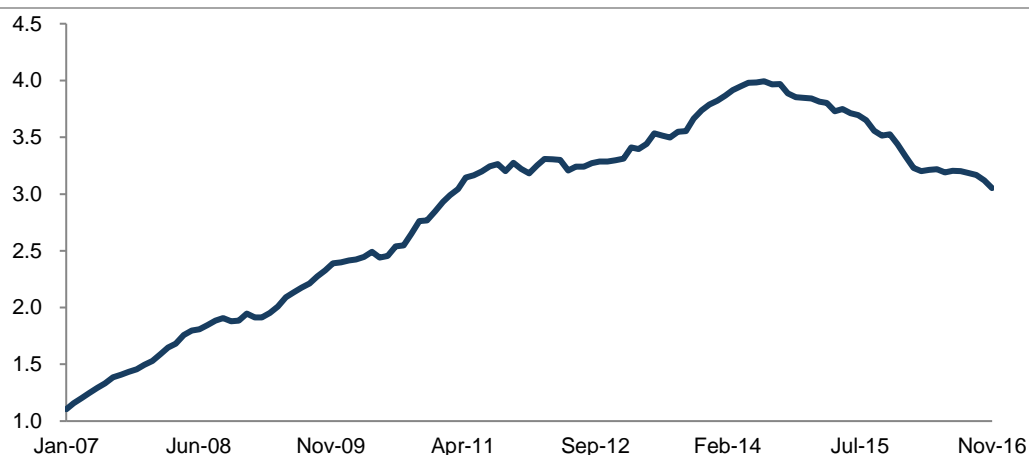
中国货币



资料来源：彭博

资本外流已经增加了，因为中国的公司减少了美元敞口和平仓套利交易。由于这个原因以及中国人民银行支持人民币的干预措施，都导致了外汇储备的下降，截止至 2016 年 11 月，外汇储备量为 3.05 万亿美元，是 2011 年 3 月以来的最低水平。从积极的角度来看，资本流出减少了中国的公司的外汇风险。人民币贬值主要是由于美元对大多数主要货币的强劲势头。更重要的是中国的外汇储备仍然是世界上最高的，因而不需要马上有所关注。然而，如果资本外流继续，外汇储备进一步下降，可能引发市场不稳定，导致不合理的恐慌。

外汇储备（万亿美元）



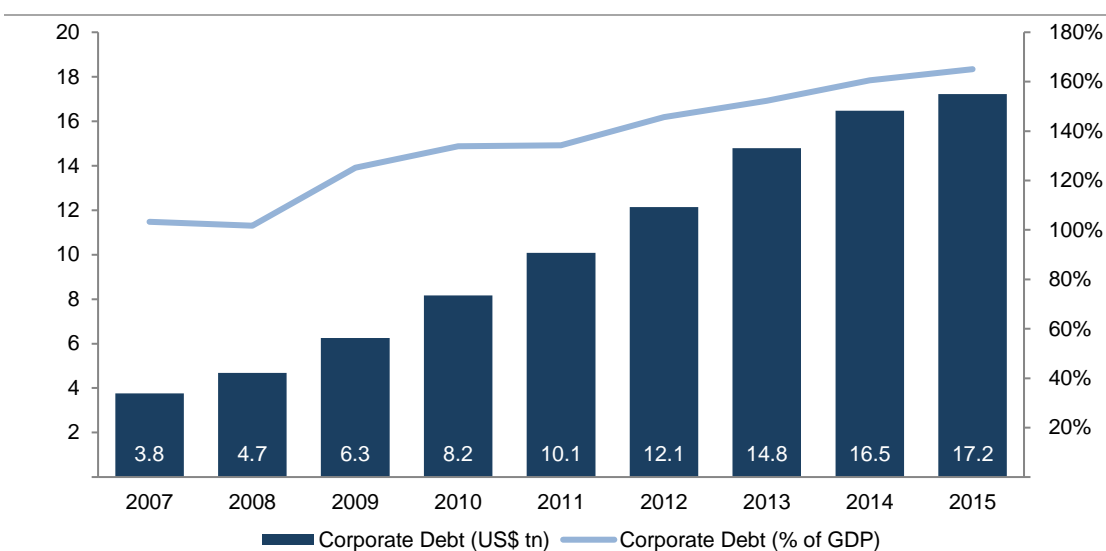
资料来源：彭博

企业高债务仍然是风险的来源

中国企业的高额且不断上升的企业债务负担已经引起关注（2016年11月，占GDP的165%）。不可持续的债务负担反映在银行贷款组合中不断增加的不良贷款的困扰，特别是较弱的银行。我们预计明年将看到相关部门采取进一步措施来减缓信贷增长，包含影子银行/财富管理产品及冷却过热的住房等方面。然而，在可预见的未来，信贷增长仍将超过名义上的GDP的增长。

虽然债务的组成正在发生变化，但总的债务水平预计将继续上升；在其内部的组成正在改变（企业信贷放缓，按揭贷款的家庭增加）。北京在减少产能过剩方面的努力，特别是在钢铁和煤炭等行业，估计将在可见的未来继续。此外，我们预计将采取进一步措施来解决“僵尸企业”，并降低地方政府（贷款给债券互换计划）和企业（债务与股权互换计划）的债务负担。

中国公司的债务



资料来源：彭博

虽然中国的整体债务高于新兴市场标准，但可以令人欣慰的是其外汇面值债务和外国持有的国内债务相对较低。此外，上述债务在过去一年中有了进一步的减少。高外汇储备和低政府债务为北京解除其经济放缓提供了一些空间。然而，如果国家继续其对信贷的耽溺，就可能危及其金融体系的健全性并阻碍国家未来的增长前景。

政府已经采取重要的措施来规范贷款的增长及降低企业杠杆，特别是公共企业；然而，仍需要更全面和彻底的举措。国际货币基金组织最近建议及通过一项广泛的策略，其中包括了承认损失、分担负担、公司重组及治理改革这些方面。它还建议加强预算约束及解决不良债务问题的市场化系统，并降低市场准入壁垒。我们认为2017年中国将继续进行逐步去杠杆化；然而在2018年可以看到北京将宣布更激进和更严厉的改革。

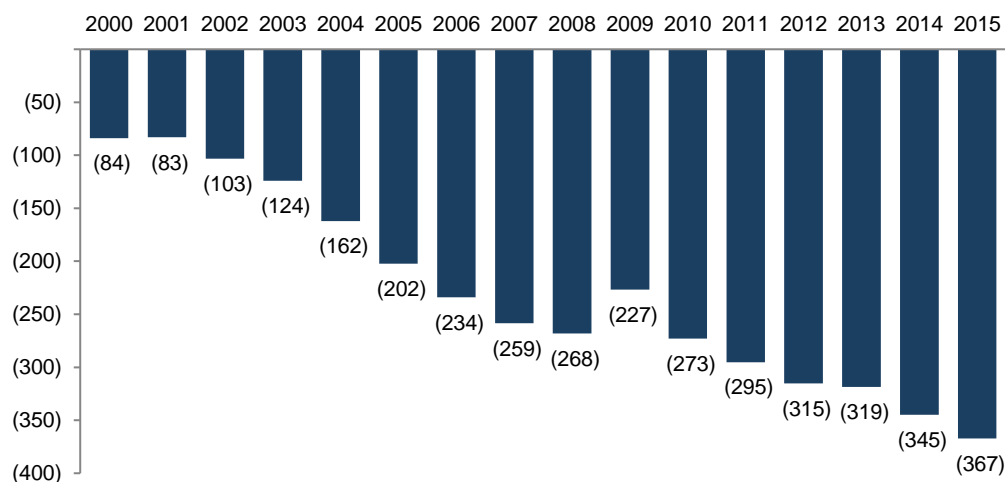
即将开始的 Trump 的执政策略可能加剧紧张

货币困境

当前的市场情况，特朗普的当选对美国经济和通货膨胀都是被看好的。这致使美国债券的收益率和美元都会进一步上涨。因此，资本已从新兴经济体撤出并投资奔向了美国。同时，中国CDS溢价和主权债券收益率上升。另外，中国的货币对美元也贬值了。虽然中国人民银行会力争淡化人民币的折痕率，但是大幅

贬值可能会引起美国方面的反对声音，特别是考虑到当选总统特朗普在竞选期间多次称中国是“货币操纵者”。

美国—中国贸易顺差（十亿美金）



资料来源：美国人口普查局

保护主义和贸易报复

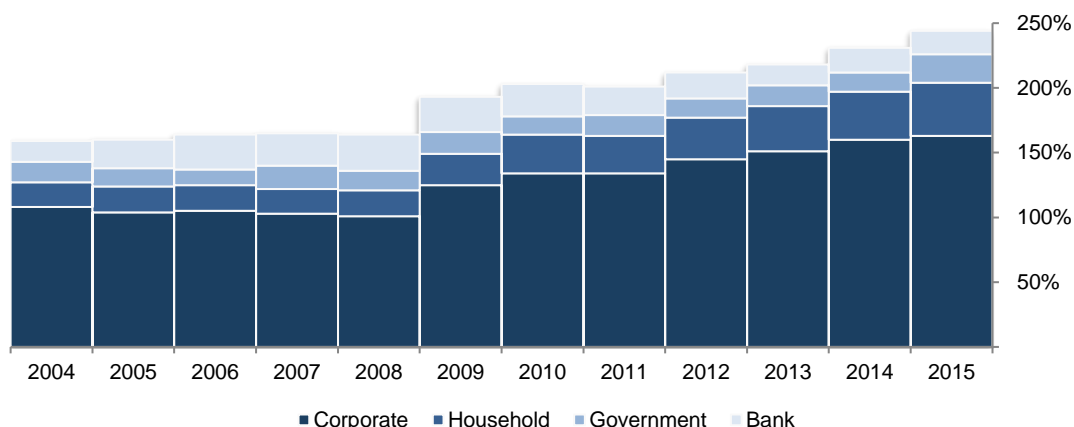
在竞选期间，总统当选人特朗普向中国威胁将采取制裁，例如对美国的出口实施 45% 的关税。虽然，他可能不会执行他的威胁来引发贸易战争，可是一些保护主义的措施预计仍会发生。这将潜在地影响对美国的贸易和投资流向。一个值得注意的事实是，美国和中国的经济之间存在着紧密的联系。虽然美国是中国最重要的出口目的地，但中国也是美国的第三大出口目的地和美国国债的最大外国持有者。虽然我们预计美国贸易政策会更加严格，但它们仍可能会经过一段时间的精心校准，在 2018 年之前可能感受不到对重要方面有大的影响。

然而，政策不确定性仍然存在，美国总统当选或其他官员的强烈公开声明可能使金融市场翻滚并引发全球的动荡。此外，限制性的美国贸易政策可能迫使中国进口增长下降，因为中国的加工进口与加工出口有强烈的关联。这将对中国经济产生负面影响，从而对各行业产生溢出效应。

银行业：堆积成山的坏账

中国的银行业在 2017 年将面临严峻的挑战，因为持续低迷的盈利能力和强势的信贷增长可能使银行资本化面临压力。此外，企业部门的高增长杠杆增加了中国的银行所会面临的风险。在企业客户中，不良贷款主要是“老经济”时期给国有企业所提供的贷款，他们中许多企业都受到产能过剩的困扰。这些国有企业占了中国企业债务总额的近 55%。

中国的债务 (% of GDP)

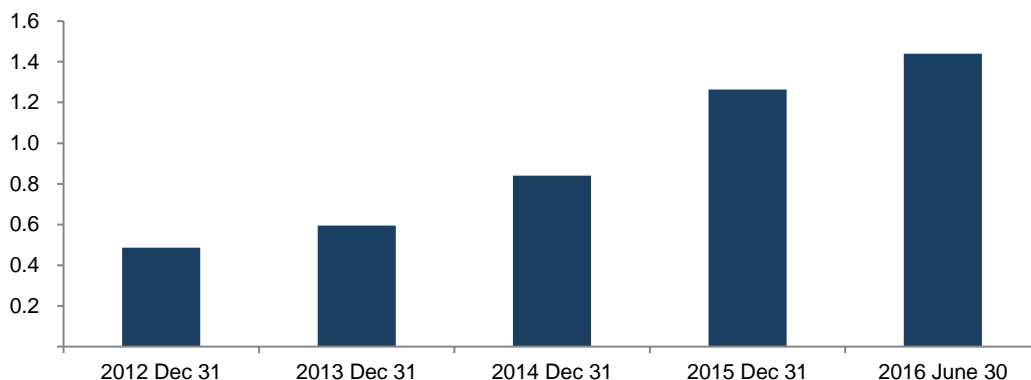


资料来源：彭博

增加分析师对债务水平上升的不适感的主要原因是债务不断膨胀的问题。根据中国银行业监督管理委员会的数据，在上半年，不良贷款为 1.4 万亿元人民币（约占贷款总额的 1.75%），而 2009 年仅为 4000 亿元人民币（约占贷款总额的 0.5%）。

根据惠誉（Fitch）的说法，中国解决银行债务的时间表正在恢复正常，主要是受到减少企业借款的债务负担措施的引导。这些措施包括低利率、贷款结转、债权换股和放宽审慎控制。这将导致特别是在公司层面上的杠杆增加。因此，惠誉调整了对杠杆增长的估计，惠誉调整后的社会融资总额/ GDP 现在可能在 2016 年年底达到 258%，到 2017 年年底可能达到 274%。

中国的不良贷款（人民币万亿）



资料来源：彭博

2016 年 9 月，国际清算银行警告说如果中国不能很快得遏制其对债务的沉溺，其可能在未来三年内陷入银行危机的困境。根据该机构分析，中国衡量“过度”债务增加并作为银行危机的可靠预警信号的信用 GDP 占比从 2014 年的 22.1 升到了 2016 年 3 月的新高达到 30.1。2014 年的数字是 2011 年数字 6.7 的 3 倍。

在 30.1 时，中国的比率比国际清算银行监测的任何其他国家都更不稳定，在 2008 年全球金融危机期间超过了美国 10.6 的比率。令人担忧的是中国的外债清偿率，这是一个国家偿还其负债能力的指标，中国的这个比率在被所跟踪的国家中是最薄弱的其中之一为 5.4。

	信用- 国内生产总值 差距	房地产 价格的差距	外债清偿率 (DSR)	若利率上升 250bps 时 DSR 的数据
亚洲	12.1	6.0	1.6	3.9
澳大利亚	4.5	3.1	1.4	5.4
巴西	4.6	-25.6	7.4	9.2
加拿大	12.1	5.3	2.8	6.9
中欧和东欧	-11.4	8.8	0.1	1.5
中国	30.1	-1.9	5.4	8.7
法国	-0.6	-11.2	1.0	4.1
德国	-6.1	13.3	-1.8	0.0
希腊	-13.2	9.4		
印度	-2.9		1.8	2.9
意大利	-13.7	-15.4	-0.1	2.0
日本	4.1	15.6	-2.0	0.8
韩国	3.1	5.7	-0.6	3.0
墨西哥	8.8	5.0	0.6	1.3
荷兰	-20.2	-12.2	0.7	5.4
北欧国家	-0.8	4.1	1.0	5.0
葡萄牙	-40.5	12.4	-1.6	1.7
南非	-0.2	-9.0	-0.3	1.0
西班牙	-47.6	-17.7	-3.2	-0.4
瑞士	7.2	7.7	0.0	3.2
土耳其	9.6		5.7	7.3
英国	-27.0	-0.1	-1.7	1.0
美国	-9.9	4.7	-1.7	0.9

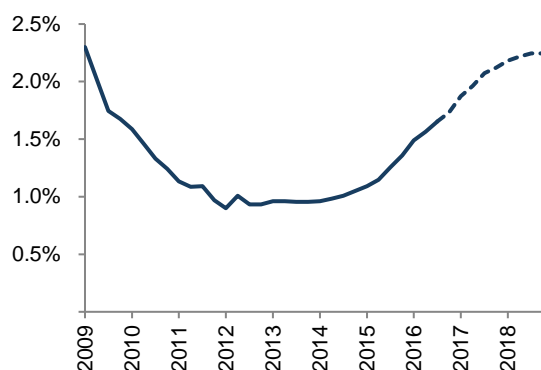
资料来源：国际清算银行

债务问题的严重性可以通过以下事实来衡量：根据惠誉的消息，债务问题的一次性解决方案目前将导致资本缺口为 7.4-13.6 万亿（1.1-2.1 万亿美元），这就相当于约是 GDP 的 11-20%。此外，如果目前的无效信贷利率维持不变，没有增加额外资本，资本缺口可能会进一步上升。

资产质量的恶化导致中国银行的利润增长缓慢。这样的情况可能会在 2017 年继续发生。因为不良贷款率会轻微上升，我们预计银行会增加注销和处置。在短期内，企业去杠杆化将对系统产生不利影响。今年应该看到资产质量仍保有压力；资本化、融资和流动资金趋于稳定；并且利润率恶化。

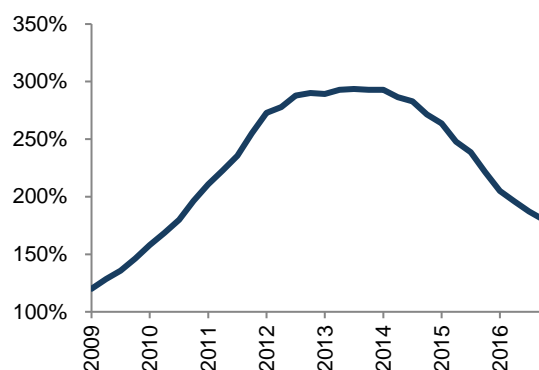


不良贷款率 (%)



资料来源：中国银行业监督管理委员会季度统计，星展银行维客预估

资产质量比率 (%)



资料来源：中国银行业监督管理委员会季度统计，星展银行维客预估

政府正在采取措施以便能够系统地清理银行系统。重点是控制杠杆和关闭不可行的公司。在政府的支持下，今年应该看到银行业业绩触底，因而加固行业的基础为 2018 年的强劲回弹复苏奠定平台。

净利润增长趋势



资料来源：中国银行业监督管理委员会季度统计，星展银行维客预测

净利息收益率 (%)

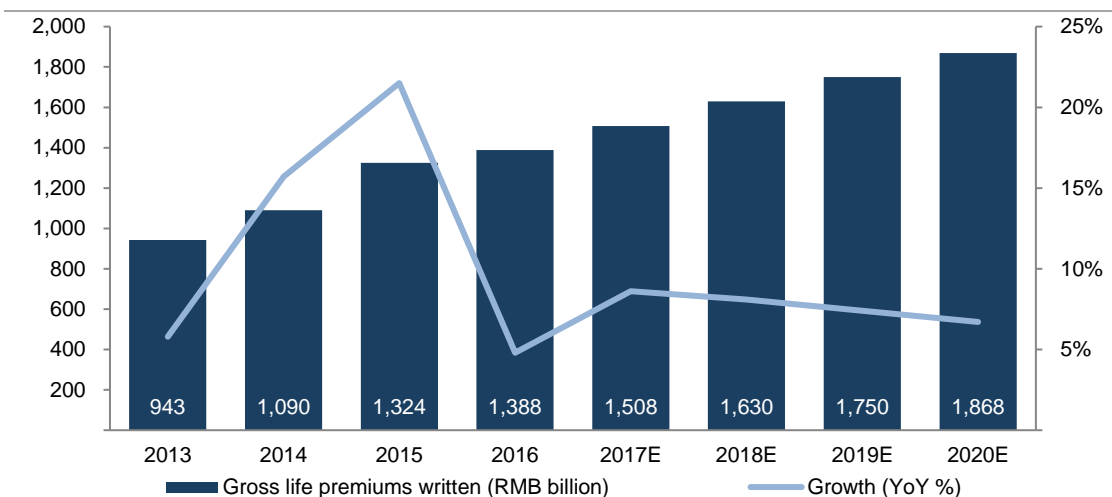


资料来源：中国银行业监督管理委员会季度统计，星展银行维客预测

保险业: 健康的重要

中国人寿保险公司在 2016 年上半年实现了综合各代理渠道的第一年保费的强劲增长。这强劲的业绩是人寿的高派息政策、利率下降、人寿保险代理商的扩张以及产品结构优化的结果。在强大的第一年保费代理渠道和以风险为主导的偿付能力体系的支持下, 大多数上市的中国的人寿保险公司的新业务价值 (NBV) 都得到了快速的增长。

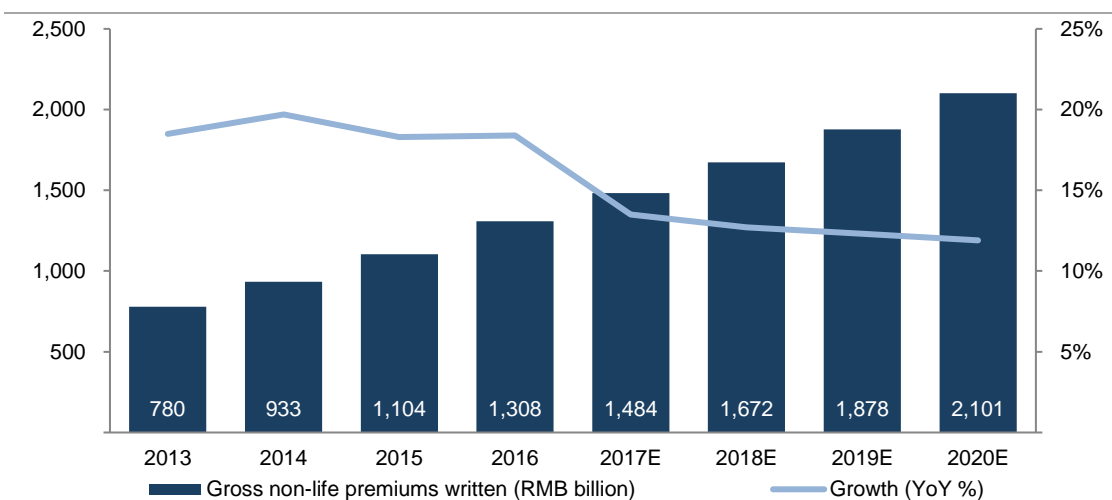
总人寿保费



资料来源: 中国保监会和 BMI 研究

截至 2016 年, 人寿保险市场份额 (51%) 略高于非人寿保险。然而, 随着高增长率的趋势, 非寿险市场预计在 2017 年将与其持平。非寿险获得更多保险市场份额的趋势在未来几年预计将继续使得寿险份额有所减少。在 2017-2020 年期间, 人寿保险市场预计将以 7% 的年复合增长率增长, 而非人寿保险保费将超过人寿保险部分, 实现 12% 的复合年增长率。到 2020 年, 非寿险业绩预计将大约占保险总款额的 53%。

总非人寿保费



资料来源: 中国保监会和 BMI 研究

推动向非寿险产品转移的另一个因素是对高现金价值产品的更严格的监管（见下表），这致使寿险公司更加注重代理渠道和长期限产品。在非寿险产品里，健康保险市场增长惊人，在 2012-15 年间达到 40% 的复合年增长率。这样快速的增长是由于健康保险的低渗透率以及对健康问题意识增强的结果。我们预计健康和其非人寿险将成为 2017 年上市人寿险公司的增长动力。

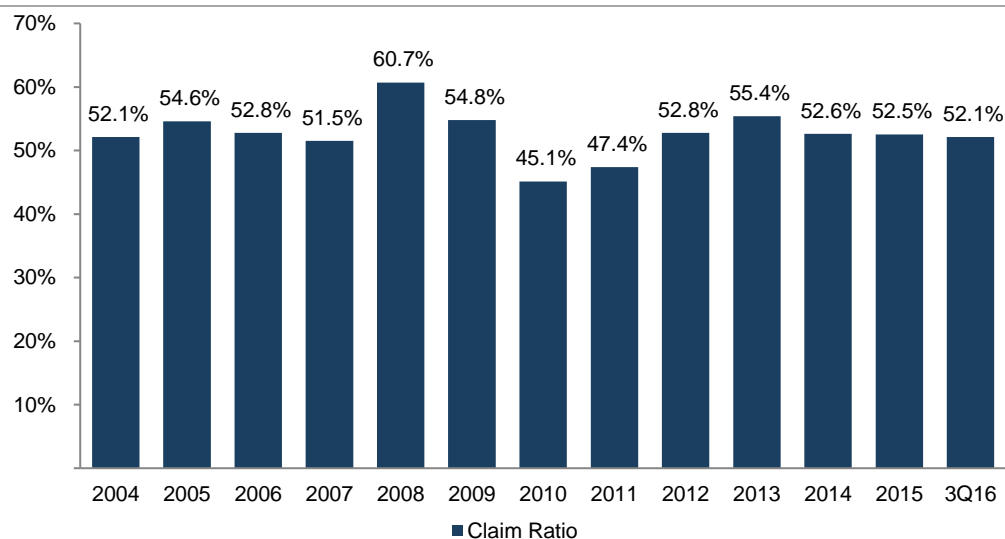
监管政策

政策	内容
中国保监会关于监管中短期人寿保险产品的通知	第一份规范中短期产品的官方文件
关于加强中国人寿保险产品监管的通知	加强对中短期产品销售的限制
中国保监会关于加强人寿保险精算制度的通知	
中国保监会关于加强套餐类保险资产管理产品规定的通知	通过强调八个禁止的情况防止过度投资造成的系统性风险
中国保监会关于实施中国风险导向偿付能力制度的通知	结束“2 个平行轨道”的过渡期，并正式转到 C-ROSS
关于修订保险资产管理暂行规则的决定（征求意见稿）	拓宽投资渠道，将保险资产管理纳入国家战略

资料来源：NCI，中国保监会，广发证券（香港）

为了增加行业的舒适度，在过去几年中，P&C 业务部分的总体索赔比率保持稳定。2016 年第三季度全行业的索赔比率为 52.1%，而 2015 年为 52.5%。然而，如果通货膨胀上升，索赔比率将面临一定压力。

行业范围内的非寿险保费比



资料来源：中国保监会，广发证券（香港）

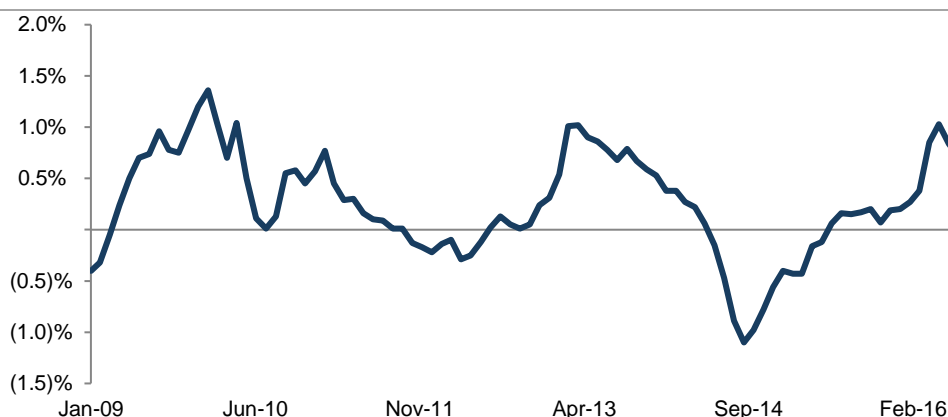
该行业的主要风险可能来自于利率的下降，这是中央银行努力维持增长的结果。较低的利率将导致存款和固定收入证券（接近投资收入的 60%-80%）的利息收入大幅下降，从而导致投资收益率大幅下降。然而根据目前的估值，我们认为该行业还是被低估了的，并能提供实质价值的舒适度。

房地产：狭窄的增长空间

地方政府更严格的控制会抑制房价

过去一年，许多投资者对中国房地产市场处于泡沫状态表示担忧。中国的政策制定者也注意到了这些困扰，并制定了措施来冷却过热的房地产市场。一些中国城市实施了购买限制，提高了按揭还款比率，并收紧了开发商的融资。当影子银行开始贷款给那些寻求支付其首期付款的购买者时，当局也迅速地消除了这个危机。政府对财富管理和信托产品的发行施加了若干限制，并已采取措施加强风险控制措施。这都包括了限制非标准的信贷资产投资额，以及禁止发行期限不到一年的理财产品。

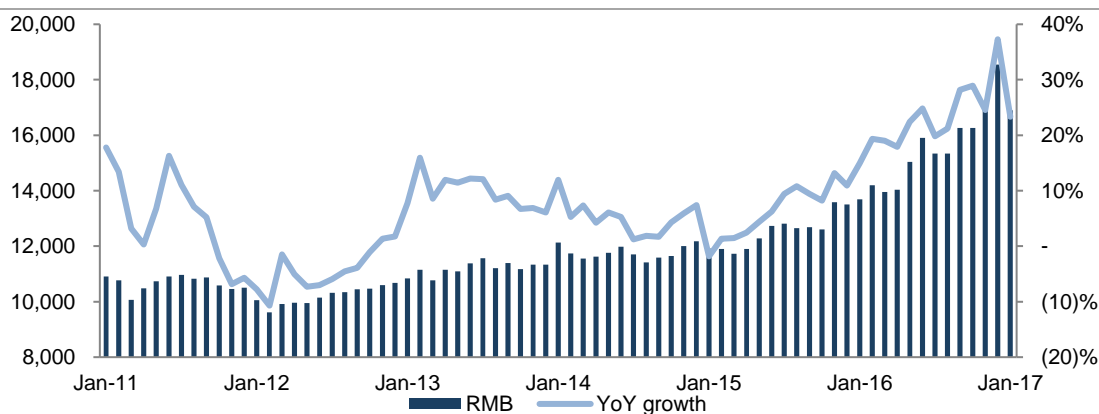
新建住宅价格环比平均增幅（70个城市）



资料来源：彭博

地方政府采取措施收紧平均售价和新发售的控制措施，对已经出现降温迹象的房地产市场产生了影响。我们认为 ASP 将在未来一年保持上限。

中国 CRIC 30 个城市每平方米的平均价格



资料来源：彭博

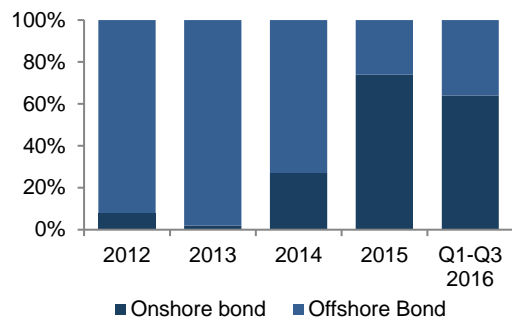
债务上升和盈利能力下降导致信贷问题

与其它的中国企业一样，房地产行业也面临着巨额债务问题，因为开发商们寻求房地产开发的资助和土地征用活动的基金，因而，债务从 2011 年的 1.34 万亿元大幅上升到了 2015 年的 3.3 万亿元。中小型开发商（SMD）特别受到债务上升的困扰，因为他们经常难以从预售中获得收益，而且越来越依赖于债务。

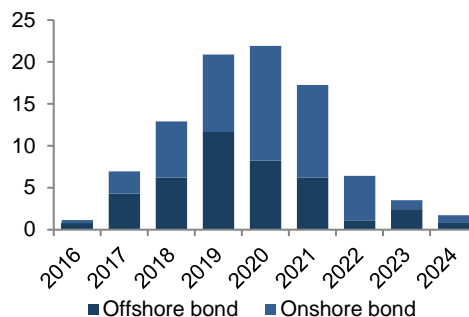


土地价格暴涨导致上市开发商的净利润率下降，特别是那些由于较小城市住宅销售低迷而蒙受损失的小开发商，致使他们偿还债务的能力下降。这已导致了几个开发商的评级下降。

公司债券的组成 (%)



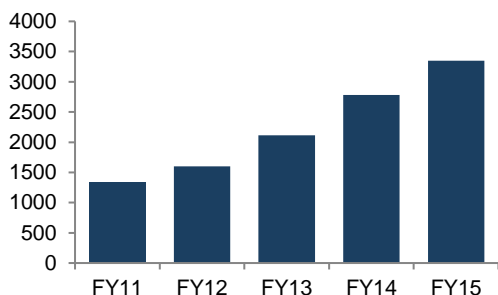
公司债券的到期情况 (十亿美元)



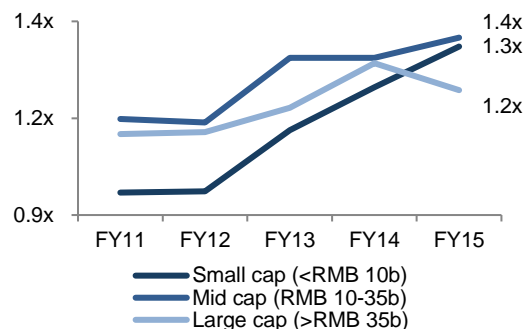
公司债券的平均票面利率 (%)

	2012	2013	2014	2015	Q1-Q3 2016
国外债券	9.8%	8.7%	8.4%	8.1%	5.4%
国内债券	NA	NA	6.4%	5.4%	4.6%
国内债券的数量	1	2	25	92	89

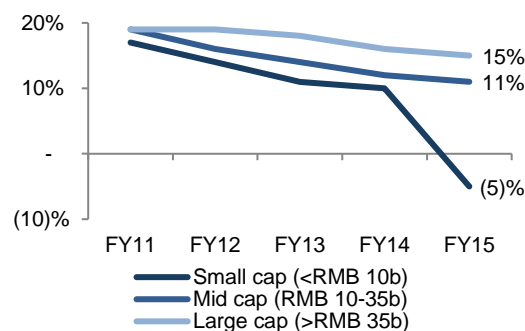
未偿还债务总额(RMB 十亿)*



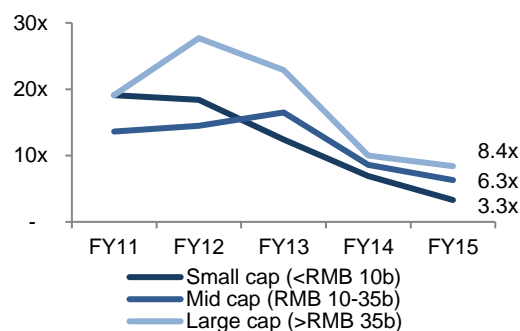
平均债务权益比率*



平均净利润率*



平均利息覆盖率*



资料来源: CBRE 研究, 彭博, 2016 年 10 月, 资本 IQ

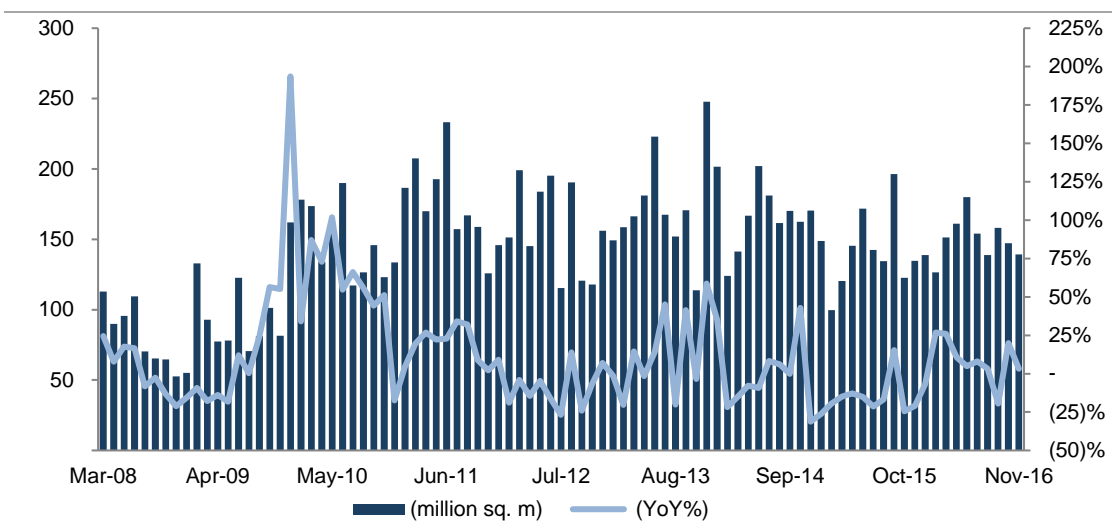
注: *根据在香港和中国的 160 家中国开发商的现有信息



政府防止资产泡沫的措施初见成效

随着受中国决策者对房地产价格的抑制及企业债务推动的牵制，新建筑的增长已经减少了。2016 年 11 月登记的增长为 3.3%，较 2016 年的前几个月的大幅增长有着明显的下降。新年伊始逐渐缩减的增长表明政府采取措施来降低各大城市的价格涨幅，包括紧缩按揭标准、提高首期付款的要求以及对非本地买家的禁令正在逐步取得成果。

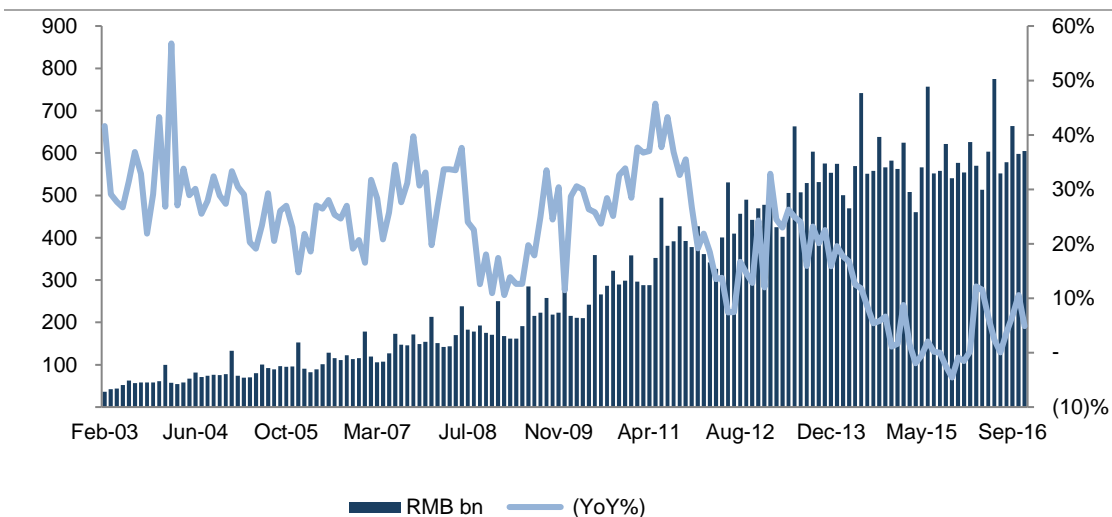
新开工房屋的总建筑面积



资料来源：彭博

房地产价格的降温和新开工率增长的放缓是一个主要指标，这也反映在众所瞩目的 2013 年以前稳定的投资增长率。2016 年房地产投资逐渐恢复，因为大城市的房屋销售飙升。开发投资从连续 6 年的低点有所回升，从当年前 8 个月的 5.4% 加速增长到了前 9 个月的 5.8%。在 2017 年，我们预计投资将以稳定和更可持续的速度增长。

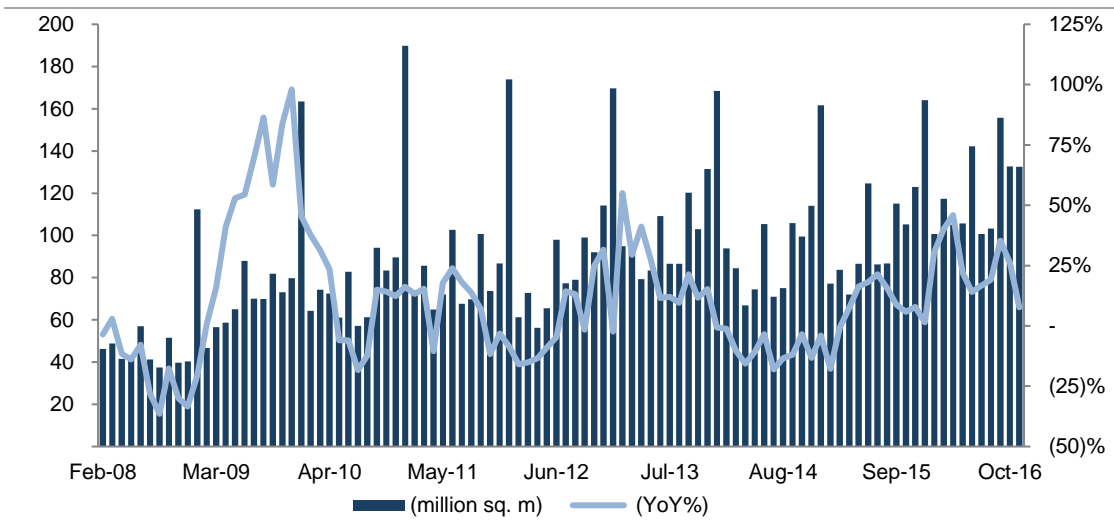
每月房地产开发的投资



资料来源：彭博

在中国当局对房地产价格上涨制压的同时，房地产销售也有所放缓。然而，房地产销售的增长仍然比新增加的楼面更多因此降低了在 2016 年初已经升至不可持续级别的住宅储备水平。鉴于高销售锁定，我们预计开发商的销售在 2017 年将保持平淡，部分是由于 2016 年的高基数。然而，在可比性的基础上，销售增长仍应超过新建筑的增长。

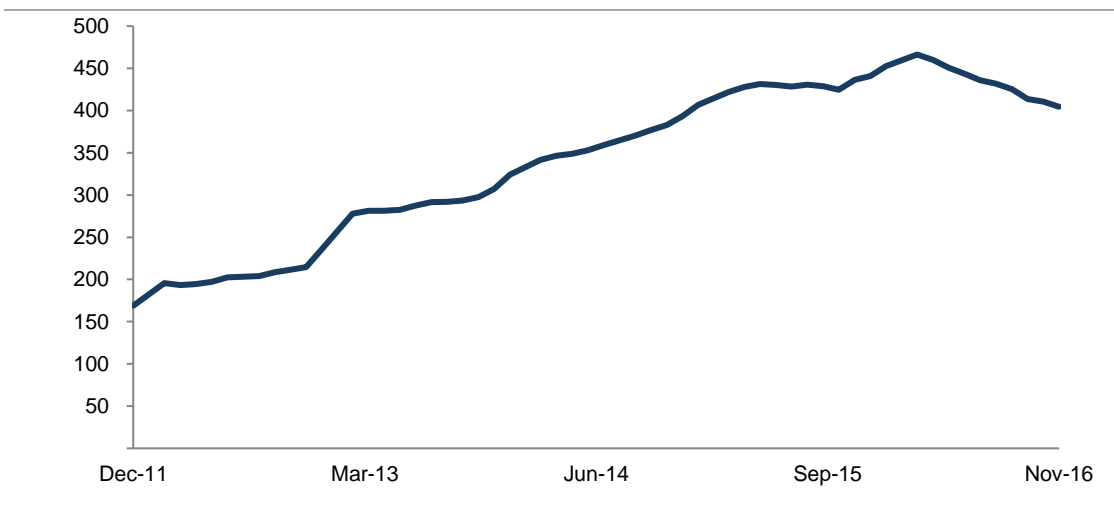
出售总楼面面积



资料来源：彭博

在 2016 年，像是开始的新项目数量的下降速度比单位的销售速度快。完成的未售存房（住宅）持续下降，这一趋势自 2016 年 3 月以来一直持续。这对于房地产行业 and 开发商来说是一个好兆头，因为供需不匹配开始纠正；然而，需要一些时间来把目前的高存房减少到更为合理的水平。我们预计 2017 年将是行业巩固并加强其基本面基础的一年。

房地产住宅存量（百万平方米）



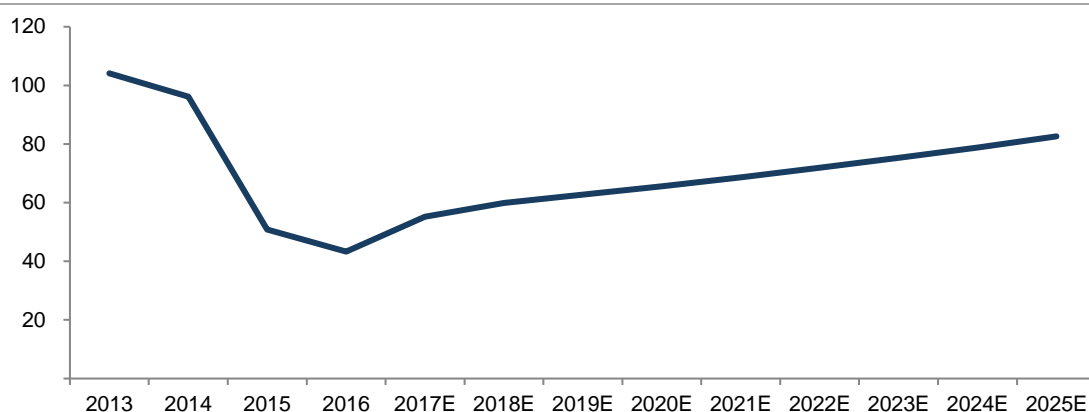
资料来源：彭博

石油、天然气和消耗性燃料: 横向恢复, 传统挑战保留

石油和天然气价格在 2017 年继续复苏

油价在 2016 年下半年反弹, 12 月时平均价格为 53 美元/桶 (布伦特)。价格上涨主要是由于 2016 年 11 月的 OPEC 协议, OPEC 国家决定削减石油产量 120 万桶/天。在消费者强烈和不断增长的需求下, 供应减少导致油价回升。

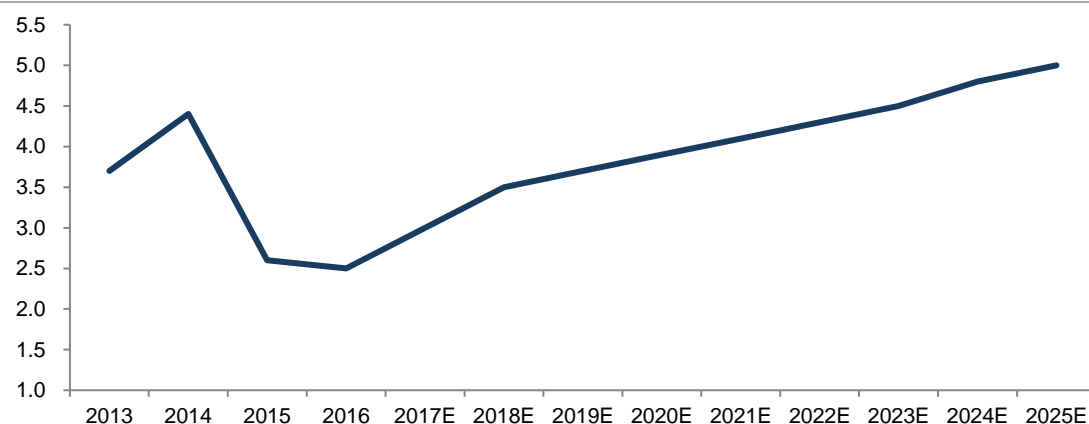
石油价格预测 (美元/桶)



资料来源: 世界银行

世界银行预测, 2017 年原油平均价格为 55 美元/桶, 高于 2016 年的 43 美元/桶, 部分原因是生产规模缩小。尽管最近价格上涨, 但 2017 年油价进一步上涨的空间仍然有限, 约为 60 美元/桶, 因为价格上涨将促使低成本生产商提高产量, 更大的页岩供应响应和增加滞留项目。

天然气价格预测 (美元/ mmbtu)



资料来源: 世界银行

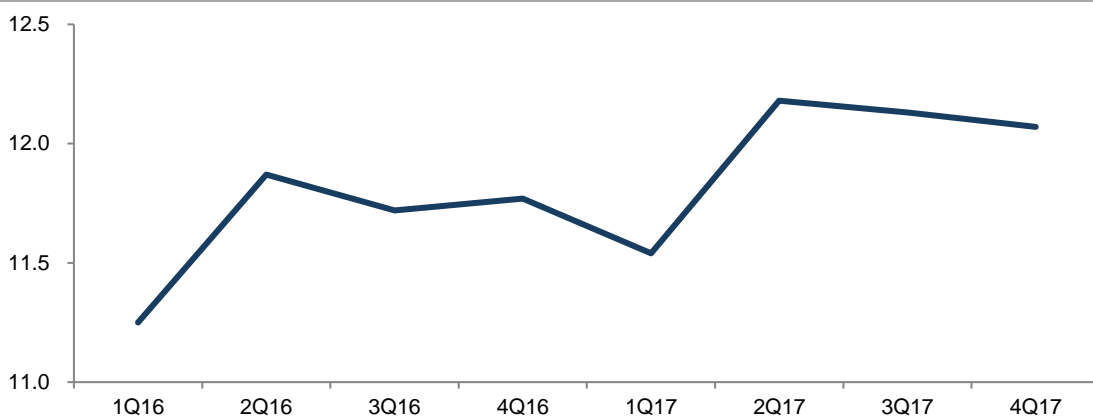
在石油价格上涨的同时, 由于产量下降和需求增加而使供应市场收紧, 预计 2017 年天然气价格也将上涨。

石油和天然气需求保持强劲

在全球范围内，中国对石油和天然气的需求将保持强劲。中国顶级的国有石油生产商中石油预测中国对原油的需求将在 2017 年增长 3.4%，达到创纪录的 1200 万桶（每天），是对作为世界第二大石油用户的炼油厂的输出。

根据中国能源研究协会的预测，在 2017 年，中国的天然气需求将为 230 亿立方英尺，比 2016 年增加 10%。这一上升主要是政府政策的结果，旨在增加天然气的使用，减少目前对煤炭的过度依赖其能源需求。

中国石油消耗 - 石油和其它液体（每天百万桶）



资料来源：美国能源信息管理局

行业需要解决持续增长的结构性问题

在经过过去两年的持续下跌之后，原油价格日趋稳定并有随之而来的上涨，这已经成为了受到低效率、高成本和生产能力过剩等结构性挑战所困扰的中国石油工业的一线希望。

另外，中国拥有大量高价海外资产，目前正遭受严重的资产贬值。从 2009 年到 2013 年，中国的石油公司特别热衷于投资国外石油资产。根据“石油情报周刊”的数据，2008 - 2013 年，中国的三大石油公司中石化、中石油和中国海洋石油总公司（CNOOC），海外石油净资产购买量达到了 1041 亿美元。从这个角度来看，美国的三大石油公司在上述期间的净购买量仅为 90 亿美元。

此外，外国的公司大多在出售石油资产的同时购买天然气资产作为一个调整的策略以对冲预估的原油价格下跌甚至是全球石油行业的下跌。中国的石油公司相反，只是一股脑地购买了石油资产，所以只能承受随之而来的财政负担。

还有，中国的独立炼油厂在 2017 年面临不确定性，因为预计政府将以合规性和逃税问题为目的而积极地整治消减他们的数量。政府也收回允许他们出口精细产品的许可。另外，据普氏能源资讯评估，2017 年中国国家发展和改革委员会有可能将新独立的炼油厂的原油进口配额限制在约为 2000 万吨/年会比 2016 年下降 19%。

综上所述，我们预计 2017 年将成为石油和天然气行业整合的一年，在石油和天然气价格上涨的帮助下，这些行业将进行结构性的改革，以帮助该行业解决其遗留问题。

Disclosure:

AMC Wanhai Securities limited may have received compensation or other benefits from the listed company in connection with the investment research. Our firm does not have financial interests (including stock holding) equal 1% or more of the market capitalization of the listed company under review; nor any investment banking relationship with the listed company or market-making activities in the stock and none of our staff members is an officer of the listed company. The analysts below do not have financial interests in the listed companies in this report.

Disclaimer:

This report is prepared by Aranca Inc. for publication by AMC Wanhai Securities limited. Aranca is a customized research and analytics services provider to global clients.

The information contained in this document is confidential and is solely for use of those persons to whom it is addressed and may not be reproduced, further distributed to any other person or published, in whole or in part, for any purpose.

This document is based on data sources that are publicly available and are thought to be reliable. Aranca may not have verified all of this information with third parties. Neither Aranca nor its advisors, directors or employees can guarantee the accuracy, reasonableness or completeness of the information received from any sources consulted for this publication, and neither Aranca nor its advisors, directors or employees accepts any liability whatsoever (in negligence or otherwise) for any loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection with this document.

Further, this document is not an offer to buy or sell any security, commodity or currency. This document does not provide individually tailored investment advice. It has been prepared without regard to the individual financial circumstances and objectives of persons who receive it. The appropriateness of a particular investment or currency will depend on an investor's individual circumstances and objectives. The investments referred to in this document may not be suitable for all investors. This document is not to be relied upon and should not be used in substitution for the exercise of independent judgment.

This document may contain certain statements, estimates, and projections with respect to the anticipated future performance of securities, commodities or currencies suggested. Such statements, estimates, and projections are based on information that we consider reliable and may reflect various assumptions made concerning anticipated economic developments, which have not been independently verified and may or may not prove correct. No representation or warranty is made as to the accuracy of such statements, estimates, and projections or as to its fitness for the purpose intended and it should not be relied upon as such. Opinions expressed are our current opinions as of the date appearing on this material only and may change without notice.

© 2016, AMC Wanhai Securities limited Limited. All rights reserved.

**CONTACT US**

1605, West Tower, Shun Tak Center, 168-200 Connaught Road, Central, Hong Kong
Direct: +852 2116 3536 | Fax: +852 2151 1778
E-mail: info@amcapital.hk



萬海證券有限公司
AMC WANHAI SECURITIES LIMITED