

宏觀經濟

誰在大筆借錢？誰在大把花錢？——再議負債率的長期趨勢

當前全球的非金融部門負債率上升至 218%，其中發達經濟體為 266%，而新興市場經濟體僅為 175%。就債務結構而言，企業部門負債率最高，居民部門負債率最低，政府部門債務率居中。

各經濟部門負債率上升的長期因素是什麼呢？對於居民部門，收入越高，負債率越高；同時房貸多，負債率高。對於企業部門，過度投資，債務積壓；國家主導，資源錯配。對於政府部門，戰爭籌資，負債率短期沖高；經濟衰退，負債率長期居高。

各部門經濟間的杠桿輪動。杠桿輪動“企業→居民→政府”，政府高負債或是終極考驗。政府債務不堪重負時，通常有三種選擇：債務違約、通貨膨脹和本幣貶值。不到萬不得已政府不願意承認自己的債務違約，由於政府具有貨幣發行權，其更傾向於印鈔的方式來滾動債務。對於外債，體現為貨幣大幅貶值；對於內債，通脹是超發貨幣後大概率需承受的苦果。

擺在中國面前的難題：去產能已成共識，在企業部門去杠桿後，誰會成為下一個接力者？對於新興產業，通常需要出現顛覆意義的技術進步，而這在短期內是難以實現的。對於居民部門，人均 GDP 水準依然偏低，居民部門加杠桿或存在較大風險。剩下的政府部門，或是當前加杠桿看似的可行者，但由此可能出現通貨膨脹、貨幣貶值、投資效率低下等副作用，這些均使得目前政府債務增長陷入難題：加？還是不加？。

大市導航

汽車：特斯拉產業鏈 決戰下半年

近來媒體持續推測特斯拉可能在華建廠的資訊，如果特斯拉國產化，將對行業產生巨大的催化作用。特斯拉，定義未來汽車製造核心環節，三元電池、電機、車載系統、ADAS 和輕量化，價值量最大。短期特斯拉配套相關建議關注信質電機、天汽模、德國普瑞、長信科技、宏發股份、寧波華翔。臺灣富田電機獨家供貨特斯拉，信質電機與富田電機上海成立的合資公司上海鑫永，信質電機持股 75%，信質電機原主業是電機零部件，現在合資公司協議未來獨家供貨國內特斯拉工廠，價值量擴張明顯。

智慧汽車板塊或將再成市場熱點，關注亞太股份、萬安科技、歐菲光、得潤電子。

鋰電池龍頭或將受益，關注華友鈷業、天齊鋰業、多氟多、當升科技、滄州明珠。

風險提示。系統性風險；新車銷量不達預期。

資訊服務：看好 GPU 產業鏈，下一代高速計算的王者

GPU 是下一代 IT 基礎架構基石

特斯拉高性能計算的核心即是 GPU。GPU 將是未來下一代基石性的 IT 架構基礎。其快速的平行計算能力，將快速取代 CPU 的計算功能。當下一個時代，大規模的資料以及需要快速計算的時候，GPU 將廣泛應用。目前，特斯拉、VR、穀歌 Alphago 深度學習等都廣泛應用 GPU。在 GPU 市場，英偉達占 70% 以上份額，AMD 占 20% 市場份額，英偉達股價的持續創新高已經說明了資本市場對其的看好。

深度學習令 NVIDIA 業績加速增長，GPU 與深度學習相輔相成。

4 月 6 日，在加州聖約瑟（San Jose）GPU Tech 峰會上，NVIDIA 推出最先進的 GPU Tesla P100 晶片。同時，NVIDIA 進軍 AI，加速所有深度學習專案的發展，其 2017 財年第一財季整體利潤激增 46%，至 1.96 億美元，營收同比增長 13% 至 13.05 億美元；預計下一財季，營收預計還會增長，約在 13.5 億美元左右。

GPU 平行計算能力正在滲透一個又一個高精尖行業，推動 GPU 的需求不斷增長。移動端，不論是當前火熱的移動直播，還是移動 VR 設備，基於圖形處理的需求都在急劇爆發。

採用 GPU 架構兼具低成本與高性能，應用前景廣闊

採用 GPU 新架構的 HPC，兼具低成本與高性能的特點。在醫療成像、分子動力學、基因比對、金融模擬、動漫渲染、電影編輯、新型材料開發等領域具有廣闊的應用前景，使得這些領域的用戶擁有萬億次的高性能設備成為現實。人工智慧（圖像語音辨識、無人駕駛等）、視頻處理、VR、生命化學、金融證券資料分析等將是 GPU 運用的優先爆發領域。

關注國內相關產業鏈

景嘉微（國產 GPU）、中科曙光（與英偉達合作深度學習平臺）、浪潮資訊（GPU 伺服器）、雅捷資訊（新三板，GPU 資料庫）。

風險提示：系統性風險，GPU 應用拓展低於預期。

有色金屬：高彈性，稀土公司的魅力

稀土之所以能在小金屬中自成一派，一方面，是稀土作為應用十分廣泛的戰略性資源品種，其供給被中國高度壟斷，生產也高度集中於行業頂端的幾家公司。稀土價格與政策關聯度高，波動大，這也是當前市場之所以密切關注收儲動態的原因。

另一方面，由於 2015 年行業整體景氣度不高，稀土行業公司銷售量多有下降，稀土金屬庫存不同程度上升。但價格上升後，這些稀土庫存價值回升，對於企業業績也有幫助。

供給側改革，對於多年價格疲軟的稀土和鎢效果顯著，收儲成為價格上漲的導火索。另一方面，企業磁性材料庫存情況也值得關注。2015 年底*ST 五稀、廣晟有色、廈門鎢業、北方稀土、盛和資源和章源鎢業的庫存價值大約分別 10、17、37（不少地產）、49、7 和 5 億元，占 2015 年收入的比值大約是 239%、50%、51%、74%、52%和 35%。*ST 五稀的比例極高在於 2015 年 70%的產量都沒有銷售直接入庫存。而磁材公司庫存量大概在 2-3 個月。除了自有礦山產量外，高庫存對稀土股的彈性影響大。

風險提示：大盤系統性風險。

中文傳媒（600373）：新業態表現依舊亮眼，持續創新能力顯著

夯實傳統業務優勢基礎，積極推動新業態轉型升級，不斷提升新業態業務占比。公司圖書編輯出版、報刊傳媒、印刷發行等傳統業務 2016 年將發揮中堅力量，為公司帶來穩定的利潤收入，2015 年公司傳統業務歸母淨利潤 7.35 億左右，預計 2016 年保持穩定增長。公司未來將堅持“傳統+新業態”雙輪驅動的發展理念，未來將不斷提升新業態業務占比，積極拓展遊戲、教育、影視、互聯網等新業態的佈局，在“內容為本，平臺為王”的經營理念下，加速轉型升級。

智明星通現象級手游《COK》多項資料依舊保持穩定增長，新遊戲《MR》呈現爆款趨勢。智明星通王牌產品《COK》一季度平均月流水約 3.7 億元左右，我們預計 COK2016 年流水將保持穩中有升態勢，同時公司持續加大宣傳推廣投入，近期邀請王力宏為《COK》代言，註冊使用者規模還在不斷擴大。另外公司其他遊戲產品表現同樣亮眼，新發行的《MR-魔法英雄》為公司 2016 年重點產品，隨著後續加大宣發投入，《MR》有望成為 COK 之後的又一爆款。此外公司還有《COQ》、《AOWE》等遊戲持續貢獻收入，業績出色。

《COK》在多個國家和地區的 IOS 排行榜中均排名前列，全球發行和全球市場收入依然是最大優勢。截止 5 月 20 日，《COK》在中國大陸、美國、韓國、日本等地區的 IOS 遊戲排行榜中均名列前茅，其中在臺灣地區排名第 2，香港地區排名第 5，美國排名第 13，進一步反映公司持續進行遊戲推廣投入產生的良好效果。另外，公司新發行的遊戲《MR——魔法英雄》在 IOS 遊戲排名中上升迅速，隨著公司的精品運營策略、全球市場推廣策略的實施，未來《MR》的流水和熱度有望持續提升。

智明星通聯手騰訊，依託微信遊戲管道，對《COK》進行 IP 化開發。智明星通近期與騰訊簽署了關於遊戲《COK》的合作協定，未來將依託王牌遊戲《COK》進行一系列 IP 化開發，打造一款以《COK》故事內核為主體的遊戲產品，並在國內率先上線。預計將會借助騰訊微信遊戲發行管道。智明星通作為遊戲的研發方與騰訊進行遊戲的流水分成，我們預計該遊戲將於 2016 年年底在國內上線。

盈利預測：我們預計公司 2016~2018 年 EPS 分別為 1.04 元、1.30 元和 1.69 元。再參考同行業中南傳媒、浙報傳媒 2016 年 PE 一致預期為 15~30 倍，看好公司在“傳統+新業態”的佈局和盈利能力。我們給予公司 2016 年 24 倍估值，對應目標價 24.96 元，給予買入評級。

風險提示：推廣投入不達預期；遊戲產品不及預期。

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。