

宏觀經濟

流動性陷阱出現，成因何在？

流動性陷阱陰霾初現。15年3月以來，受單位活期存款增速走高帶動，M1增速大幅飆升，但15年M2增速整體平穩，並在16年以來持續回落，這使得M1與M2增速之差持續擴大，M1占M2比重持續上升。而反觀同期企業中長期貸款增速，卻不斷下滑，這意味著流動性以‘在途資金’的形式駐留在企業存款帳戶中，未真正進入實體經濟。存款增速高漲、貸款增速回落的後果是15年貨幣流通速度加速放緩，流動性陷阱陰霾初現。

原因之一：企業盈利低迷，投資意願較弱。企業中長期貸款增速回落在實體經濟層面表現為投資增速不斷下滑。製造業、民間投資增速自15年以來持續滑落，並在今年6月跌至零值以下。當前中國人口紅利消失，工業化步入後期，有效需求嚴重不足，不僅工業品產量增速全面下滑，製造業PMI新訂單指數也長期處在榮枯線下，令企業收入低位徘徊。而產能過剩導致企業利潤率不斷下滑，對降息並不敏感。因而即便14年以來貸款利率不斷下行，製造業投資增速卻迭創新低。而當民營企業因缺乏信用擔保而較難從銀行獲得融資時，又不得不面對較高的融資成本，這對企業投資意願形成抑制。

原因之二：政府投資激增，擠出企業投資。年初至今，社融存量增速隨M2增速下滑，但15年下半年以來，財政擴張令政府融資規模激增，流動性很大程度上被政府融資所吸收，而即便剔除掉地方政府債務路換影響，政府部門融資規模仍在大幅增加。政府融資激增推升基建投資，但也擠出民間投資。民間投資自09年以來首次大幅落後於整體投資增速。其中第三產業成為重災區，上半年整體第三產業投資增速略升至11.7%，但民間第三產業投資增速大降至1.6%。而在建築、文化體育娛樂等高回報的非公共服務部門，也出現了典型的‘國進民退’，大企業和中小企業PMI指數的差異也持續擴大。

原因之三：長期通縮風險，實際利率高企。在全球經濟低迷的背景下，供給收縮導致的物價上漲不可持續，而疊加去年同期基數回升，通脹壓力得以緩解。而伴隨工業化步入尾聲，地產、製造業進一步走弱，未來我國將面臨長期通縮壓力。在通縮的背景下，即便名義利率降低，實際利率也難以下降。15年以來，工業部門實際利率（加權平均貸款利率-PPI同比）一直維持在10%以上，處於09年以來的最高點。這對投資和消費均會產生抑制作用。

原因之四：居民存款搬家，資金彙集房市。從資金流向的角度看，居民貸款升、存款降，企業貸款降、存款升，意味著資金由居民通過房地產持續流向房地產企業。但上半年地產銷售增速遠高於地

產投資增速，意味著從居民部門轉移過來的錢以活期存款的形式淤積在房地產企業的銀行帳戶中。信貸刺激經濟的良性迴圈被打破，資金在 M2 內部從居民存款（不計入 M1）搬家到企業存款（計入 M1），從而形成流動性陷阱。

逃離陷阱仍需脫虛入實。1) 需求疲弱疊加產能過剩導致企業利潤低迷是企業投資意願較弱的癥結，因而化解過剩產能，降低成本費用，改善盈利是提升企業投資意願的關鍵。2) 政府投融資規模、占比激增，行業管制依然存在是企業投資被擠出的根源，因而打破壟斷、減少管制是減緩擠出效應、提振民資的關鍵。3) 工業產能過剩導致的通縮預期和民間融資利率仍高則是實際利率偏高的主因，因而化解過剩產能、降低利率並改善融資結構是降低實際利率的關鍵。4) 居民存款向房地產企業存款，搬家也是 M1、M2 增速剪刀差擴大的重要原因，因而需對地產泡沫保持警惕，防範資金向虛。

大市導航

通信設備：短期調整，雲計算、光通信、物聯網擇優佈局良機

經歷前二周市場、尤其創業板滯漲，市場風險偏好再次下降、個股普遍大幅獲利回檔。上周主要業績持續超預期高增長的網宿科技、各子行業藍籌個股（中國聯通、紫光股份、海能達、烽火通信、中興通訊等）相對抗跌。但我們對未來市場並不悲觀，行業基本面及業績趨勢、資金面不支持通信行業深跌，短期調整再次帶來擇優配股機會。

流量爆發增長，NB-IoT、4.5G 接踵而來，運營商預期加碼網路建設；推薦雲計算、光通信板塊。雲計算&IDC&CDN 領域，我們從技術領先或管道領先二個角度，重點推薦私有雲龍頭紫光股份（短看雲服務、PAAS 國內企業龍頭，長看 SDN 領先、電信設備市場彎道超車潛力）、神州數碼（IT 分銷網路業務龍頭，收購神州雲科、開啟登雲之路，轉型佈局雲計算及自主可控安全&存儲產品）；IDC 重點推薦科華恒盛(短看量子通信主題，年內佈局一線城市 IDC 機櫃達產量 1.6 萬個、A 股居首，IDC&雲計算、軍工等高端電源、儲能三個重要長期看點)；CDN 領域首推網宿科技（鎖定直播類高流量核心客戶，規模效應、智慧調度雙重推動淨利率水準不懼行業價格壓力，伴隨流量爆發維持高成長；同時關注公司雲服務的轉型佈局）。我們年初以來一直對光通信板塊看好，推薦光迅科技、新易盛、烽火通信，以及中天科技、亨通光電、永鼎股份為代表的光纖光纜板塊主業快速增長、轉型新興領域的佈局，NB-IoT、4.5G 將有助於強化光通信產業景氣。

電信率先明確 800M 頻段獨立建設 NB-IoT 網，2017H1 實現全覆蓋，物聯網從產業鏈準備到應用場景需求臨界爆發，堅定看好：重點圍繞感測器、平臺、重點應用行業佈局，推薦宜通世紀（停牌，圍繞物聯網應用管理平臺+典型的應用場景入口積極佈局）、高新興（交通領域電子車牌佈局領先，現金充足、圍繞物聯網佈局整合潛力大），以及關注水務（三川智慧等）、物流、環保、醫療等領域較好卡位應用入口的公司。

關注 LTE-V 標準進度（V2V 子標準預期 2016 年 9 月份~年底落地，V2I 預期 17 年 2 季度）的主題機會。LTE-V 標準預期將推動國內車聯網產業加速發展，個股重點關注高鴻股份。

大資料、行業專網長期看好：物聯網臨界爆發，為大資料產業提供了極好的應用場景嫁接，推薦中小市值標的初靈資訊、大資料佈局領先的東方國信（停牌）、收購南方銀穀的三變科技以及關注廈華電子。專網領域，推薦國內行業龍頭海能達（寬窄帶融合專網的彎道超車機會，帶來產業空間和全球市場份額提升的長期機遇）以及關注佳訊飛鴻。

市場對全球歐洲、日本負利率下的宏觀經濟通縮前景擔憂，電信運營服務方向的藍籌股配股價值提升，關注中國聯通、鵬博士。

國防資訊化是十三五長期重點方向，每次調整都是擇優佈局機會：重點看好海防資訊化（推薦海蘭信）、北斗&衛星通信（推薦振芯科技、信威集團，關注海格通信< 停牌 >、華力創通、北斗星通、華訊方舟），及南京熊貓（國企改革）等。

風險提示：市場的系統性估值波動。

資訊服務：吹盡狂沙始到金

我們對電腦板塊公司 17 年預測 EPS 所對應市盈率，與歷史最低市盈率統計做了比對，發現部分公司 17 年 PE 已接近歷史底部，如南天資訊、綠盟科技、佳都科技、新大陸、四維圖新等等，電腦公司投資價值已逐漸顯現，唯一等待的就是時間。

機構目前對電腦的配股已經在低配到標配左右，對於產業趨勢向上的電腦行業來說，配股低則意味著機會。

利好因素：我們在報告《從增發過會看投資機會——海通電腦投資方法論（4）》中指出，8 月份開始進入電腦公司增發過會的高峰期，預計有 15 例過會。

利空因素：解禁。在報告《電腦公司解禁的那些事兒——海通電腦投資方法論（5）》中，未來一年電腦行業解禁理論規模 1588 億，2016/12 和 2017/1 解禁壓力最大，兩個月共占解禁量的 63%。2016/8—2016/11 月解禁最小，只占 11%，三季度是相對安全的。

策略上，首選雲計算和人工智慧。兩個子方向上半年沒有表現。雲計算 IaaS 層國產化運營，人工智慧的政策支持都值得期待。IT 安全的業績依然是增長最快；無人駕駛依靠政策催化；金融科技 Fintech 則要關注實際落地的產品，而不能再是概念。

風險提示：風險偏好下降，系統性風險。

建築材料：沿江熟料價格上漲，關注季節性提價帶來的水泥板塊短期博弈機會

7月大雨洪水導致水泥需求短期抑制，雨過天晴後需求集中釋放，加之杭州 G20 環保限產將影響華東短期供給。本應於9月初到來的旺季有望提前，近日華東水泥價格風向標沿江熟料價格上調 20 元/噸，後續水泥行業提價資訊將增多。

水泥板塊自上而下邏輯不強：需求側難以持續復蘇，供給側改革政策催化偏弱。季節性提價或將催化短期博弈機會，但難現趨勢性行情。

目前時點水泥板塊機構持倉水準低，關注季節性提價帶來的板塊短期反彈機會，重點關注基本面邊際改善較為確定的華新水泥（PB1.1 倍）、冀東水泥（重組後 PB1.3 倍）、海螺水泥（PB1.2 倍）。

風險提示：旺季提價不達預期，系統性風險等。

紡織與服裝：投資回歸真價值，篩選行業真成長

年初以來板塊風險偏好發生轉變，整體估值泡沫被擠壓，紡織服裝行業（SW）YTD 漲幅 20.2%，全行業排名第 18，較去年下滑 15 個名次，行業整體估值（TTM）33.6 倍，低於去年 43.6 倍的水準。15 年紡織服裝板塊在轉型和主題的推動下漲幅居前，隨著風口褪去，市場風險偏好降低，板塊行業不景氣所反應出來的增長不足，以及部分轉型未兌現使得板塊整體估值下移，在新的市場環境中，投資或尋求新的投資方向。隨著深港通預期臨近，內地與港股交易通道或將繼續擴大，相比 A 股，港股超 50% 的機構投資者形成較為成熟的投資風格。投資者結構決定了市場風格，港股投資風格更看重低估值、高股息分紅以及公司治理優秀的公司。

從股息率角度看，紡織服裝 2015 年的股息率 1.7%，全行業排名第五，個股中製造類企業業務發展穩定，估值相對較低，造成股息率較高，其中 2015 年股息率大於 3.5% 的公司包括魯泰 A、聯發股份、奧康國際和偉星股份。

從淨利潤增速看，排名靠前的企業多由於重組並購帶來的業績增厚。摩登大道和星期六以主業為基礎，拓展多元的經濟模式，新加入的並購標的對公司未來業績起到提升作用。2015-17E 淨利 CAGR 靠前的公司與淨利增速靠前的公司多有重合，也反應了新業務對業績增厚的市場預期。隨著監管趨嚴，行業跨度較小、與主業協同效應明顯的重組更容易通過監管層審核，新業務能夠更及時獲得發展資金。

在綜合股息率和 PEG 後，行業中 PEG 小於 1 且股息率排名靠前的推薦標的分別是百隆東方、森馬服飾、海瀾之家、奧康國際和魯泰 A。

風險提示：零售市場持續低迷，終端需求不振，原材料、租金及人力成本持續提升的風險。

駱駝股份（601311）：消費稅拖累業績，新能源加速佈局

剔除消費稅影響業績增長 21%，成本控制能力明顯增強。公司上半年收入增長 5.68%而淨利潤下降 19.65%，主要受 2016 年起國家對鉛酸電池行業徵收 4%消費稅所致；上半年公司營業稅金及附加 1.11 億元，占營業收入 4.50%，同比增長了 4 個百分點；剔除消費稅影響，公司上半年淨利潤同比增長約 21%；公司為應對這一變化，加強了成本控制，上半年綜合毛利率 24.12%，同比增加 3.25 個百分點。

動力電池加速佈局，注入增長新動力。公司於 2016 年 4 月撤回非公開發行股票申請，並於 5 月公告發行可轉債預案，擬募集資金 9 億元，投入動力鋰電池及鉛回收專案，其中動力鋰電池產能規劃 7 億 Wh；此次由非公開發行轉向可轉債，旨在加速產能釋放，抓緊行業爆發良機；全資子公司駱駝新能源已進入工信部第四批動力蓄電池目錄，另外公司傳統業務與國內多數整車企業建立了良好關係，只待產能瓶頸突破，有望成為動力電池領域新貴。

再生鉛業務多點佈局，走出去戰略逐步落地。公司近期公告，分別在新疆、烏茲別克斯坦、重慶通過增資、收購的方式，佈局建設蓄電池及再生鉛，根據公司《2016-2020 年發展戰略規劃》，力爭到 2020 年在華中、東北、華南區域形成年回收處理 50 萬噸廢舊鉛酸蓄電池的能力，充分利用國家‘走出去’、‘一帶一路’等戰略契機，適時在境外設立工廠，公司在國內多數地區的佈局已完成，海外佈局也已展開，有望借再生鉛的發展機遇獲得更大成本優勢。

不確定因素。電動車推廣不達預期；鉛價波動；競爭加劇；新業務開拓風險。

亨通光電（600487）：中標國家工業強基工程，引領光纖新時代

亨通光電於 8 月 1 日晚公告，公司‘超低損耗光纖’工程項目成功中標國家工業和資訊化部‘2016 年工業強基工程’，獲政府專項補助資金人民幣 4523 萬元。‘超低損耗光纖’是新一代大容量超低損耗通信光纖，該技術解決了 400G 大容量超低損耗通信的關鍵基礎材料，項目計畫於 2018 年 5 月前完成 90%建設進度，專案建成後年產超低損耗光棒 100 噸或超低損耗光纖 350 萬芯公里。

公司是唯一擁有從陸纜到海纜、從中低壓到超高壓、從通信到電力複合製造技術的企業，擁有‘光棒-光纖-光纜-ODN’的縱向一體化生產能力。

加強‘一帶一路’沿線佈局，加大海外市場開拓力度，啟動海外收購項目，實現了公司由市場國際化向資本國際化、品牌國際化的升級，國際市場全面開花。

積極佈局戰略新興產業，快速切入大資料、網路安全、物聯網等戰略性新興產業，佈局智慧城市，打造亨通雲平臺服務，加速公司轉型發展。

我們預計公司 2016~2018 年歸屬上市公司股東對應的淨利潤分別為 8.01 億元 (+39.84%)、9.04 億元 (+12.89%)、13.14 億元 (+45.30%)，EPS 分別為 0.65 元、0.73 元、1.06 元，對應 PE 分別為 22、20、14 倍，「買入」評級。

風險提示：相關主題板塊估值體系的波動。

寧滬高速（600377）：低估值高分紅業績穩健

收費公路業務：為分紅提供穩定、可持續的現金流。公司路產位於國家高速公路網主幹道上（京滬、滬蓉），並覆蓋蘇南經濟發達地區，區位優勢明顯，可為公司帶來持續的、可觀的流量和收入；公司現金流量淨值和現金營運指數優於業內路橋公司；分紅穩健。

政策風險已經基本釋放，新規或將利好現有路產。2012 發佈的三項收費橋路限免政策對公司主營業務的影響趨於穩定。

2015 新規或將延長路產收費期限，利好公司路產估值。

地產專案為公司業績提供彈性。公司地產項目主要由全資子公司寧滬路業負責，2015 年新成立瀚威公司發展商業地產。

目前，2016-2017 兩個專案即將進入交付結算；加之各大城市取消限購、各地調控政策的鬆動、國家多次降息降准、國家房地產去庫存的決心；公司較低的拿地價格、都將為 2016-2017 財年房地產業務創造良好的盈利空間。

盈利預測與投資建議。預計公司 2016、2017、2018 年 eps 分別為 0.61 元、0.7 元、0.77 元，對應 8 月 1 日收盤價 PE 為 14.8 倍、12.9 倍、11.8 倍。公司 AH 股股價倒掛明顯，且有持續分紅。我們認為公司 2016 年 12-15 倍目標 pe 較為合理，對應目標價為 7.32-9.15 元。給予公司「增持」評級。

風險提示：大盤系統性風險、高速分流以及政府回購超預期。

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。