

2016年08月24日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

企業大筆囤錢，居民拼命買房——貨幣剪刀差緣何擴大？

貨幣剪刀差創新高。15年初以來，M1增速從2.9%攀升至7月的25.4%，M2增速則由窄幅波動轉為下滑，導致M1與M2增速剪刀差持續擴大，已突破歷史高位。其中，單位活期存款一路走高，是M1增速激增的主因；單位定期存款卻持續下滑，是准貨幣和M2增速下滑的主因。

企業大筆囤錢：

存款升貸款降，企業存款活期化。企業存貸款呈現兩個現象：一是存款升、貸款降，反映企業信貸需求疲弱，但其它來源的資金正源源不斷地流入並淤積在企業帳戶中。二是活期存款增速高於企業總存款增速，活期化趨勢明顯。

企業存款活期化原因之一：定期存款、金融資產收益率下滑，企業持幣成本降低，有更強的意願以活期存款的形式持有資金。14-15年多次降息，使得企業存款中活期存款占比不斷上升。但持幣成本下降解釋力度有限：15年中以來存款利率止降，但企業存款仍在活期化；企業總存款餘額增速大幅上行。

企業存款活期化原因之二：實體投資利潤低迷，企業投資意願萎靡。15年以來內外需求持續萎靡，產能過剩背景下利潤率低迷，令投資持續滑落。實體投資回報率低令企業坐擁大量資金卻只能持幣觀望，因而在存款利率止降後企業存款仍在活期化。

企業存款活期化原因之三：銷量上行投資下行，房產企業囤積資金。企業總存款增速走高表明企業存款活期化存在外生原因。從上市公司資料看，16年1季度房地產企業現金及其等價物增幅高達83.6%，領跑所有行業，遠高於非金融行業均值23.4%。這說明房地產是企業活期存款大幅飆升的重要推手，房地產銷量增速超過房地產投資增速，導致資金滯留在房企的活期帳戶上。

居民拼命買房：

地產銷售飆升，財富回流房地產。15年以來地產銷售大幅走高的背後，則是居民財富配路的“再地產化”。15年以前，居民財富配路整體呈金融化、去房地產化。但15年下半年以來，情況發生變化。理財產品收益率下降令存款向金融資產搬家進程放緩，存款利率下行令定期存款吸引力下降，而房價猛漲則驅使居民再次進入房地產市場，上半年商品房銷售額同比增速超40%。

貸款升存款平，居民加杠杆買房。居民財富配路“再地產化”導致居民貸款增速大幅走高，而居民部門加杠杆從銀行大筆舉借資金，通過房地產市場流向了企業部門，為推高 M1 埋下了伏筆。我們測算，今年上半年新增房貸與新增住宅銷售額之比達到 55%，已超過美國、日本歷史峰值。貸款創造存款，通過高速增長的杠杆，居民的信貸化為了企業的存款。此外居民買房也導致了居民儲蓄分流，使得居民存款增速持續低增，而包含了居民存款的 M2 增速也自然相對較低。

企業存款活期化，居民財富地產化

貨幣剪刀差擴大，其核心原因是企業、居民行為模式發生了變化。企業在大筆囤錢，其結果是企業活期存款增速遠高於定期存款增速，從而推高 M1。居民在拼命買房，其貸款高增推高了 M1，而存款低增拉低了 M2。這兩個行為的後果，從表像上看是貨幣剪刀差的擴大，實質則是企業存款活期化、居民財富地產化，而這顯然會導致經濟的空心化，不是長久之計！

大市導航

農業：國企改革促轉型，投資平臺正佈局——中糧集團國企改革專題報告

中糧近期改革動作密集，打造國有資本投資平臺。2016 年 7 月 18 日，中糧集團與中紡集團啟動戰略重組，同時公佈了中糧國有資本投資公司改革試點方案，將壓縮層級、精簡放權，形成“集團總部資本層-專業化公司資產層-生產單位執行層”三級架構。隨後，國資委又對集團董事會進行了 18 項授權，涉及資產配路、薪酬分配、市場化用人等多方面。一系列改革動作在一定程度上歸位了企業本身的自主經營決策權，對政企分離的實現具有關鍵意義，體現了中糧集團向國有資本投資公司轉型正逐步落實。

海外收購並表完成，2015 營收大幅提升。對來寶農業和尼德拉的收購完成後，受益於並購重組擴增規模，公司 2015 年實現營業收入 4006.62 億元，同比增長 58.38%，達到有史以來最高水準；淨利潤 13.22 億元，同比增長 16.68%。

四大板塊收入保持增長，糧油糖核心業務保持絕對優勢。2015 年，糧油糖、食品、房地產及金融四大業務營收占比分別為 83.25%、9.92%、4.68%和 1.49%，糧油糖業務依然貢獻最大。考慮到目前已將中紡集團整體併入，中糧國內油脂加工產能將達 2400 萬噸，整體市場份額提升至 18%，成為國內第一，位居全球油脂加工企業產能前列，在上游糧源掌控及物流保障等方面的競爭力將大幅提升。

各大業務板塊加速整合，核心業務整體上市可期。2016 年 6 月 13 日，中糧集團下屬 A 股上市公司中糧屯河公佈擬收購關聯方華孚旗下中國糖業酒類集團公司下屬 7 家糖庫公司股權，糖業相關資產整合拉開序幕。目前，收購的來寶農業旗下仍有糖業資產待整合。結合中糧集團近期公佈的國改方案以及過去幾年在制糖業務上的集中整合思路，我們認為來寶農業糖業資產未來存在注入中糧屯河

的可能性。2016年6月27日，中糧集團的生鮮豬肉企業中糧肉食向港交所申請主機板上市，肉食業務板塊整合也已步入正軌。根據目前掌握的公開資料以及中糧的業務特點，我們認為未來中糧集團的糧油板塊或將整合上市，金融板塊也有望打造金融控股上市公司，食品、地產板塊有可能繼續按照當前業務劃分，各公司獨立上市發展。

2020年集團目標銷售收入7500億元，淨利潤150億元。公司國改方案中提出2020年集團實現銷售收入7500億元，淨利潤150億元。與2015年資料相比，對應的CAGR分別為13.4%、62.5%。

改革短期或成為價格催化劑，長期將助推中糧集團旗下上市公司業績增長。投資人可關注中糧地產（000031.SZ）、中糧生化（000930.SZ）和酒鬼酒（000799.SZ），以及中國食品（0506.HK）、中糧控股（0606.HK）、蒙牛乳業（2319.HK）、中糧包裝（0906.HK）和大悅城地產（0207.HK）五家香港上市公司，重點關注中糧屯河（600737.SH）。

風險提示：糧食價格大幅下跌，盈利不達預期；改革方案出現較大調整。

電子元器件：感測器—感知世界的力量

萬物互聯時代到來，感測器是物聯網的“心臟”，前景巨大。麥肯錫報告指出，到2025年，物聯網帶來的經濟效益將在2.7萬億到6.2萬億美元之間。感測器是資料獲取的入口，物聯網的“心臟”，將迎來巨大的發展空間。2015年全球感測器市場規模為1019億美元，BCC Research預計2016-2021年複合增長率為11%，到2021年將達到1906億美元，感測器的市場空間極為廣闊；

MEMS是感測器的未來，智慧硬體推動MEMS感測器快速發展。以智慧手機為代表的智慧硬體，應用了大量感測器以增加其智慧性，提高用戶體驗。預計未來高端智慧手機使用的MEMS感測器數量還將提升，並從高端向低端不斷滲透；可穿戴設備、VR設備、無人機等新的智慧硬體層出不窮，推動MEMS感測器不斷向前發展。根據市場研究公司IHS的資料，在2015-2019年之間，智慧硬體以14.4%的年複合成長率推動MEMS市場成長；智慧汽車和無人駕駛是驅動MEMS感測器發展的重要動力。在智慧汽車時代，將會使用大量的MEMS運動感測器實現主動安全技術；語音將成為人與智慧汽車的重要對話模式，MEMS麥克風將迎來發展新機遇。自動駕駛技術的興起，進一步推動了MEMS感測器進入汽車。汽車行業佔據整個MEMS市場份額超過30%，2015年全球汽車MEMS行業營收為37.3億美元。根據Yole的預測，未來六年，全球汽車MEMS市場預計將以4.2%的複合年增長率穩步增長；MEMS感測器在智慧工業時代前景無限。MEMS感測器是智慧工廠的“心臟”，它讓產品生產流程持續運行，並讓工作人員遠離生產線和設備，保證人身安全和健康。根據Yole的預測，未來六年，MEMS在工業市場預計將以7.3%的複合年增長率快速增長。

MEMS市場空間廣闊。目前MEMS感測器的發展已進入物聯網時代，智慧硬體、智慧汽車、智慧工廠等將大幅拉升MEMS感測器的出貨量。Yole預計2015-2021年全球MEMS市場的複合年增長

率（CAGR）為 8.9%，將從 119 億美元增長到 200 億美元，市場空間廣闊；行業“增持”評級，關注優勢企業。中國製造 2025 規劃將積體電路與 MEMS 產業提升為國家戰略，現在既有國家推動，又有市場內在需求，因此 MEMS 感測器行業將進入高速發展期。我們重點關注國內 MEMS 代工龍頭耐威科技（300456.SZ）、國內汽車油量感測器龍頭蘇奧傳感（300507.SZ）、已量產 MEMS 慣性感測器並具有 MEMS 封裝技術的蘇州固鐳（002079.SZ）、國內家電溫度感測器龍頭華工科技（000988.SZ）、國內稀缺的 IDM 模式半導體公司士蘭微（600460.SH）、國內氣體感測器龍頭漢威電子（300007.SZ）、國內 MEMS 封測龍頭華天科技（002185.SZ）、長電科技（600584.SH）、晶方科技（603005.SH）、全球 MEMS 麥克風龍頭歌爾股份（002241.SZ）、軍工 MEMS 龍頭中航電測（300114）。

風險提示。物聯網的發展不及預期，MEMS 感測器市場增長不及預期。

新能源板塊：新能源汽車將進入政策密集發佈期，首推整車及上游鈷環節

新能源汽車政策是目前該板塊最大不確定因素。

1、碳積分與油耗積分：兩個部門主導的兩個標準。

發改委主導的是碳配額，工信部主導的是油耗積分。這兩個標準的核心思想都是通過長效機制，推動整車企業生產新能源汽車。目前發改委的動作更快，碳配額徵求意見稿已經出臺，工信部主導的油耗積分也在醞釀。

2、准入管理規定：有兩年的緩衝期。

8月初工信部公佈《新能源汽車生產企業及產品准入管理規定(修訂意見稿)》，指出“第二十五條在本規定施行前已取得新能源汽車生產《公告》資質的U整車、改裝客車、特種作業類專用車生產U企業，應當進行改造，並自本規定施行之日起6個月內報送滿足本規定的審查計畫，並於24個月內完成審查。逾期未完成審查的，暫停生產、銷售有關新能源汽車產品”。

3、騙補核查及補貼方案即將出臺。

騙補核查的審核名單，工信部和財政部都已經審核完畢，目前已經上交到國務院待簽字。目前補貼方案待財政部制定，可能會在今年4月工信部修改的補貼方案進一步修改。第四批新能源汽車生產目錄會納入物流車，但需要待財政部的補貼方案後出臺。

4、結論：新能源汽車醞釀反彈，電動物流車是龍頭，首推中通客車、新海宜。

我們判斷只要電動物流車的補貼方案不大幅下滑，時間不要太晚，下半年仍有搶裝行情，整個新能源汽車版塊都會有行情，鋰電池、鈷礦、電機電控等跌幅較多的都會反彈。

我們認為電動物流車會是反彈的龍頭，這是因為物流車明年是新能源汽車細分領域（客車、乘用車、電池、電機、充電樁等）裡增速最快的，增速預計達 150%，原因是今年只賣一個季度，明年賣全年。甚至只要補貼方案不差，政策出臺得再晚，電動物流車的行情仍不影響，因為，A 股下半年的股價更多是對第二年的預期。

我們首推中通客車（今年 16 倍 PE，業績 90%以上來自新能源汽車，物流車下半年從無到有錦上添花）、新海宜（收購電動物流車第二名陝西通家，後續並購預期）。

其他建議關注東風汽車、宇通客車、小康股份等整車企業。

風險提示：政策及銷量不及預期。

機械工業：關注高鐵/軌交國產化及運維市場的發展機會

1、2015 年中國高鐵運營里程 1.9 萬公里，軌道交通運營里程 3618 公里，如果 2020 年高鐵達到 3 萬公里里程，軌道交通里程超過 6000 公里，則高鐵的年均增速為 9.6%，軌交為 10.6%。除非運營密度提升，否則高鐵及軌交車輛的增幅有限。

2、因此，我們認為支撐高鐵/軌交板塊的長期投資邏輯為：1) 關鍵部件的國產化進展；2) 動車組高級修帶來的機遇。建議關注已經進入高鐵制動閘片裝車考核的博深工具，提供有軌電車線路解決方案的新築股份，高鐵運維產品線最齊全的供應商神州高鐵。

風險提示：新產品開發進展受阻，高鐵/軌交招標延期。

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。