

宏觀經濟

今年加息沒那麼快！——兼論高債務下低利率難退出

從去年以來，隨著低利率政策負面作用逐漸凸顯、油價回升、美國經濟緩慢復蘇並啟動加息，關於低利率政策退出的懷疑不斷出現。那麼全球流動性真到拐點了嗎？美聯儲今年真的能加三次息嗎？

上半年加息風險有限。近幾月以來，新興市場匯率出現持續貶值，而股市也普遍表現不佳，意味著新興市場面臨著資金的持續流出。我們認為這主要源於美國在去年12月開啟了本輪第二次加息，導致美元持續走強。市場普遍把去年12月的美聯儲加息視為鷹派加息，但在我們看來，美聯儲自己的17年加息三次的預測並不可靠，比如在15年末其預測16年加息3-4次，結果最後只加了一次。目前期貨市場隱含17年只有兩次加息，而且最早一次加息也要等到17年6月，這意味著17年上半年美國加息風險有限。

美國上半年經濟可能走弱。美國16年3季度GDP增速回升至3.5%，但其中主要貢獻來源於出口和存貨，出口受益於此前美元貶值，存貨受益於商品價格上漲，這兩者均不可持續，而最主要的消費貢獻只有2%，占比最大的服務消費增長低迷。目前美國上一輪地產週期剛剛結束，而設備投資持續低迷，唯一有起色的是庫存投資，說明本輪美國經濟反彈仍屬於庫存週期，除非特朗普上臺之後的企業大幅減稅政策真正兌現，才有可能改善企業的預期，從而啟動設備投資週期，但這最早也要等到17年下半年。再加上過去3年美國經濟習慣性開局低迷，意味著17年上半年美國經濟或重新走弱。

全球高債務時代，高利率難以承受。很多人認為，隨著特朗普啟動大規模減稅和基建刺激，美國國債利率將大幅上行至5-6%。但在我們看來，當前美國政府負債率超過100%，與30年以前雷根時代30%的政府負債率有著天壤之別，當時美國可以承受10%的國債利率，但是目前在同樣的債務利息負擔下美國只能承受3%左右國債利率，所以美聯儲預測本輪加息結束時利率最高就在3%左右，這意味著此前2.6%的國債利率已經接近本輪高點。而日本政府的負債率高達200%，所以日本的國債利率很難突破1%，否則債務利息負擔將難以承受。事實上，高企的債務率已經導致政府負擔過重，每年中央政府開支中有24.4%被用於債務清償。

低利率退出不易，新興市場短期喘息。歷史上，日本和歐洲都曾經試圖退出低利率，但未獲得成功。其中日本曾經在1999年就陷入了零利率，後來2000年經濟好轉開始加息，結果到01年又開始降息。而歐元區曾在11年4月啟動加息，但隨後到11年11月又重啟降息。因而我們認為美聯儲17

年上半年很難再加息，貨幣緊縮或將告一段落，美元有望見頂回落，而新興市場將迎來短期喘息的視窗。

鋼鐵：鋼鐵基本面走弱，短期仍看多股價

預計 2017 年鋼鐵需求下降 5% 左右，相當於下降 3500 萬噸，如果算上今年仍在發揮的去年新增產能和今年新增產能，至少也有 500 萬噸，這樣就相當於有 4000 萬噸的新增多餘產能。

預計今年鋼企和社會鋼材庫存持平，甚至 2017 年會下降。而在反傾銷和國內鋼價較高的情況下，預計 2017 年出口也可能持平。

淘汰進度可能在下半年加速。雖然官方資料 2016 年淘汰超額完成任務，但更多時集中在下半年，反映各地雖然壓力較大，但仍會一定程度上拖延，因此預計 2017 年也可能會上半年實際淘汰量並不大，更多集中在下半年。

因此，即使 2017 全年能夠實際淘汰掉 4000 萬噸產能，也只是剛好等於產量下降和新增實際有效產能的合計量，這說明 2017 年行業實際壓力仍較大，且更多體現在下半年或者說春季開工以後。

但短期內我們對一季度鋼鐵股價仍看多，主要是四季度和今年一季度的業績仍在相對高位。

風險提示。需求下降風險。

大市導航

中材科技（002080）：兼具防霧霾、國改主題，同時基本面有望迎來拐點

2016 年以來公司積極實施混改，新設鋰膜子公司實行員工持股，成本 14.3 元/股（高管核心骨幹參與）。前期中材集團已併入中建材集團，後者作為央企改革試點單位，集團內同類資產合作具備想像空間---玻纖紗（合計市占率 50-60%）、風電葉片（合計市占率 40-50%），兩者合作對行業競爭格局改善有較為積極意義。

公司是國內玻纖複合材料龍頭，其中過濾濾紙材料在國內市占率靠前，具備生產防霾口罩能力，尚未形成銷售。

2016 年初以來公司股價持續下跌，主要是受風電、氣瓶業績低迷拖累，後續兩塊業務皆有望迎來拐點。

1) 主業風電葉片方面，2018 年初發改委將再次下調風電上網電價，2017 年新一輪風電搶裝有望再現，風電行業回暖將帶動公司主業走出低谷。

2) 氣瓶方面，受前期油價持續下滑影響，氣瓶業務連年虧損，2016Q3 計提超過 1 億元減值損失。近期公司開始整合氣瓶資產，將生產製造向低成本地區轉移，同時拓展天然氣儲運、儲氫瓶等產品業務方向，積極減虧，疊加油價回升，2017 年氣瓶業績向上拐點值得期待。

公司鋰電池隔膜生產線 1 期 1.2 億平米產能將於 2017Q1 投產，採用歐洲先進設備以及雙向同步拉伸工藝，2017 年將為公司貢獻新增盈利。

預計公司 2016-2018 年 EPS 分別約 0.51、0.93、1.07 元，我們給予 2017 年 PE24 倍，目標價 22.32 元，給予“買入”

評級，重點推薦！

風險提示：國改低於預期；風電、氣瓶業務繼續疲軟。

立思辰（300010）：16 年業績預計大增，教育板塊佈局顯成效

公司預計 16 年實現歸母利潤 2.72-3.1 億元，同比增長 109%-138%。各業務板塊協同效應凸顯，市場拓展成效顯著，助力業績穩步增長。關注升學留學板塊佈局，“智慧教育+教育服務”看點足。當前立思辰教育集團下設智慧教育和教育服務兩大板塊，擁有五大教育平臺，分別是康邦科技、敏特教育、樂易考、留學 360 和立思辰合眾；未來一段時間內，公司都將堅持“智慧教育+教育服務”雙輪驅動的戰略，同時佈局 B 端和 C 端。教育服務方面，主要圍繞 C 端用戶提供國內升學和海外留學服務，包括 12 學科應用（敏特英語）、直播課堂、線上輔導、高考規劃服務和互聯網留學服務等。今後公司還將佈局海外遊學服務、國際學校、教師培訓等業務，進一步完善教育生態。目前立思辰教育產品及服務已經覆蓋 29 省市，8000 多所學校，數千萬師生使用（享受）過公司產品（或服務），下一步公司將在立思辰的服務平臺之下實現產品的變現。

風險提示：公司轉型不及預期，經濟下行風險。

南都電源（300068）：簽訂儲能電站基金，開啟儲能新篇章

事件：公司公告擬與建行浙江分行合作成立儲能電站基金，首期總額 50 億元，建行（優先）出資不超過 80%，南都（劣後）不超過 20%，每年按一定收益向優先方兌現收益；

儲能規模有望井噴式增長：成立電站基金一方面可為公司未來電站建設提供資金保障，我們估算 50 億元約可滿足 3.5-4.5GWh 電站建設需求，公司儲能規模將呈現井噴式增長，並成為行業霸主；

顛覆原有商業模式：一方面有助於公司儲能業務可以更快確認業績，另一方面也為後續資產證券化等金融創新埋下了伏筆，我們認為南都在儲能運營領域正在加速甩開競爭對手；

多點佈局全面開花，持續增長可期：公司此前公告預計 16 年淨利潤增長 60-90%，華鉑再生鉛業績有望超預期，動力鋰電佈局完成靜待爆發，通信電池穩定增長，明年儲能將再注入新動力，成長性值得期待。

風險提示。政策不達預期風險；行業競爭加劇；新產品推進不達預期。

金誠信（603979）：投資價值逐漸顯現

股價跌破首發收盤價，看好 2017 行業復蘇。目前公司股價低於發行首日收盤價，而 2016 年各金屬價格已走出底部，2017 年隨著金屬價格回暖，礦山工程建設和採礦運營管理業務有望穩步回升。公司具有裝備及維修操作一體化、深部資源開發服務優勢，未來主營業務將受益於行業景氣度提升。

延伸產業鏈上下游，拓展新業務增長點。公司未來發展方向是充分利用自身技術優勢，在產業鏈上下游逐步延伸，拓展新的業務增長點。公司公告提及希望在做好公司自身主業同時，通過並購重組手段，吸收行業內優秀公司的加盟。目前礦業市場低迷，礦產資源價格處於歷史低位，低迷的市場孕育重組並購的機遇。若公司通過並購進行產業上下游延伸，不僅估值得到提升，也有利於分散單一經營風險。

提前佈局海外市場，國際工程經驗豐富。早在 2003 年公司即承接首個海外大型有色金屬專案——尚比亞謙比希專案採礦運營管理業務，此後又先後承接塔吉克斯坦的派-布拉克鉛鋅礦項目、老撾東泰項目、尚比亞孔柯拉項目、尚比亞奇布盧馬專案、尚比亞齊夫普專案等，積累了豐富的國際工程和運營經驗。

“一帶一路”標頭兵，技術和客戶是核心競爭力。自“一帶一路”推出後，有 100 多個國家（地區）和國際組織積極回應，給中國礦業公司走出國門提供了巨大的戰略機遇。國內公司開闢海外礦業市場的同時，也帶動礦產服務企業走出國門。

公司目前在境內外承擔 30 多項大型礦山工程建設和採礦運營管理項目，其中百萬噸級以上的採礦項目 14 項；豎井最深達 1526 米，斜坡道最長達 8008 米，目前均處於國內前列。公司擁有 20 多家大型國企和上市公司組成的優質客戶群，如江西銅業、金川集團、中色非礦、中鋼集團、貴州開磷、馳宏鋅鍺等均為服務 10 年以上的穩定客戶，公司與尚比亞 KCM 等公司也保持良好的合作關係。

盈利預測及估值。我們預計 16-17 年 EPS 分別為 0.41 元和 0.50 元，考慮到公司不僅僅從事礦山工程，同時兼有礦山運營服務、設計諮詢等業務，抗風險能力較強，此外，公司國際工程經驗豐富，給予公司對應 2016E 54 倍市盈率估值，6 個月目標價格為 22.14 元，給予“增持”評級。

風險提示。業績波動風險。

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。