

## 宏觀經濟

### 歐洲經濟到底怎麼樣？

近幾年來，歐洲市場上風險不斷，債務危機、銀行業危機、英國脫歐等政治經濟風險連續發酵。但就是在這一片危機之中，近期歐洲經濟反而接連傳出好消息，通脹、PMI均上行。那麼歐洲經濟到底怎麼樣呢？

需求端：整體在復蘇，各國差異大。16年歐盟經濟從2%以上的增速降至1.9%，不過總體來說，面對英國脫歐、債務危機、銀行業危機等諸多問題的衝擊，歐洲經濟表現出了一定韌性。但各國增長情況並不相同，德國要明顯好於其他。從結構上看，消費在好轉，但資本形成總額同比增速在16年3季度降至2.2%，固定資產投資增速的下滑是主要原因。

生產端：工業仍待復蘇，地產依然疲弱。製造業生產同比增速在16年三季度降至1%，主因大宗商品低迷；房地產市場復蘇緩慢導致建築業仍顯弱勢。在工業和地產維持弱勢的背景下，服務業保持了相對高的增速，成為生產端的有力支撐。

例如資訊與通信行業增加值在16年3季度同比增長了4.2%，專業技術服務增長3.2%，批零、交通、住宿、餐飲增長2.6%，文化娛樂2.5%，均高於1.8%的總增加值增速。

油價推升通脹，就業狀況分化。油價同比反彈，通脹短升長降。16年下半年歐洲通脹顯著反彈，但主要僅體現在電力燃料和交通運輸，油價驅動顯著。16年1月原油價格一度暴跌到30美元/桶附近，當前OPEC減產又驅使油價升至54美元/桶，油價同比增速飆升短期對通脹確實會起到推升作用。但我們認為油價帶來的通脹風險相對有限，根據我們的測算，如果油價在2017年維持在55美元/桶，歐元區的調和CPI最高也僅為1.6%，而且在下半年隨著油價影響減弱，總體通脹可能會大幅回落。就業狀況分化，工資緩慢提升。16年底英國失業率仍不到2.5%，維持在14年以來的低位，而德國失業率也保持下行，16年底約4%，但歐元區整體的失業率卻依然接近10%的較高水準。16年三個季度歐元區工資增速平均約2.3%，略低於15年增速。

不確定性增加，分裂風險上升。英國脫歐只是歐盟的問題之一，歐盟內部的矛盾依然存在。一方面，使用統一貨幣的歐元區內部經濟發展差異越來越大，貨幣政策卻要統一行動，無疑帶來矛盾重重；另一方面，17年荷蘭（3月）、法國（4月）、德國（9月）等國即將進行的大選，疑歐派可能掌握主動權，也加劇了政治不確定和分裂的風險。

財政有心無力，寬鬆仍將持續。由於貨幣政策不獨立，面對經濟問題各國只能訴諸財政政策進行調節，但問題在於最需要政策刺激的成員國大多財政負擔已經很重。赤字率上，15 年希臘高達 7.5%、西班牙 5.1%，葡萄牙 4.4%，法國 3.5%，而政府債務率上，希臘 177%，義大利 132%，葡萄牙、西班牙也均在 100% 以上，均突破了歐盟財政赤字率不超過 3%、政府債務率不超過 60% 的警戒水準，未來財政刺激的空間將會受到歐盟框架帶來的限制。儘管部分歐盟國家經濟有所好轉，通脹也在回升，但從全域來看，歐洲經濟依然疲弱，且 2017 年歐盟將面臨更多政治不確定性，英國脫歐談判也將正式開啟，經濟下行壓力依然較大。即使是通脹的回升很大程度上也是來自於能源類價格，未來油價影響將先升後降，所以歐元區寬鬆的貨幣政策仍將維持。

## 大市導航

### 庫存由去轉補，但恐後繼乏力——中國庫存狀況的全景觀察及展望

當前庫存：補庫存驅動短期經濟企穩。庫存週期又稱基欽週期，從美國、日本和中國經驗看，每輪庫存週期持續約 40 個月。需求和庫存的變動把庫存週期劃分為主動去庫存、被動去庫存、主動補庫存、被動補庫存四個階段。從宏觀層面看，當前中國經濟正在從被動去庫存轉向主動補庫存：工業企業產成品存貨指向正在主動補庫存，工業企業庫存銷售比指向去庫存接近尾聲，而製造業 PMI 庫存指向補庫存。

中觀行業庫存：補庫存正自下而上傳導。下沉到中觀層面，各行業庫存狀況又是怎樣的？我們發現：下游行業中地產庫存仍待去化，汽車、家電較早進入了補庫存階段，但已呈後繼乏力之勢。地產庫存長期偏高，當前仍處在去庫存階段，且限購限貸以來一二線城市庫存狀況短期惡化。汽車受政策刺激拉動，16 年中轉為主動補庫存，但購車優惠力度減半、前期銷售火爆透支都將令未來需求後繼乏力，補庫存持續性存疑。家電受前期地產銷售火熱拉動，也在年中轉為主動補庫存，考慮到白電行業廠家庫銷比仍處低位，未來補庫存仍有一定空間。紡織服裝行業庫存仍在築底，仍需等待需求回暖。中游行業整體呈現為去庫存將盡、補庫存啟動的跡象。鋼鐵行業在終端需求改善帶動下，率先轉為主動補庫存，但 12 月以來，鋼價大跌、社會庫存回補，表明下游需求已開始走弱，行業正逐漸從主動補庫存轉向被動補庫存。水泥行業因需求改善和錯峰限產，下半年以來庫容比持續下降，目前仍處在被動去庫存階段。化工行業中，代表性的化學原料製造業也、化纖製造業均處在被動去庫存階段，而化纖產業鏈庫存天數整體偏低，意味著目前或已處於被動去庫存末期。工程機械行業需求強勁反彈，庫存則呈觸底反彈跡象，當前正在由被動去庫存轉為主動補庫存。上游行業中煤炭庫存回補，而有色金屬庫存仍待去化。煤炭中代表性的動力煤和焦煤均處在主動補庫存階段，不僅需求、庫存增速雙雙上行，庫存可用天數也處在歷年同期低位。有色金屬行業以銅、鋁為代表，在經歷了過去幾年的大幅去庫存後，當前銅庫存短期回補、鋁庫存低位震盪，而在全球產能過剩背景下，銅、鋁去庫存之路依然漫漫。

未來庫存：主動補庫存力度或較弱。我們認為兩方面原因導致主動補庫存力度或較弱、持續時間或較短。一是庫存週期疊加產能去化週期，延長去庫存，但縮短補庫存。過去幾輪庫存週期中去庫存和補庫存所占時長有所差別，在產能擴張時期（00-07年、09年）補庫存時間往往較長而去庫存較短暫，但在產能收縮時期（10年以來）則是去庫存較持久、補庫存力度偏弱。二是綜合政策、需求、價格等因素看，未來主動補庫存或很快轉為被動補庫存。政策方面，當前政策重心已由穩增長轉為防風險、促改革；需求方面，終端地產、汽車需求已趨於回落，未來將逐漸向中上游傳導；價格方面，隨著商品價格環比回落、春節因素漸褪，通脹正在高位築頂，或有望在1季度見頂回落。政策週期、需求週期、價格週期、庫存週期依次傳導，使得庫存從主動補向被動補切換。而被動補庫存階段，雖然庫存仍在回補，但需求回落佔據主導，使得工業生產面臨下滑風險，也意味著17年經濟增長或依然承壓。

## IPO 加速是解藥還是毒藥？

IPO 是實體經濟融資的解藥。①信貸融資仍是大頭，在直接融資中股權市場有待發展。目前中國股權融資仍較小，加上債券融資後直接融資占比也不高，貸款仍為主要融資管道。16年非金融企業境內股票融資占社融比重為7.0%，債券融資為16.8%，而日本同樣是銀行主導型金融制度國家，其非金融企業直接融資占比高達60%以上，美股則高達80%以上，中國直接融資市場還有較大發展空間。在直接融資中，當前債務融資發展過快，企業部門杠杆率高達123.1%，高於國際水準。沉重的債務負擔拖累企業長遠的發展，這就迫切需要企業改變融資結構，在直接融資中更多採取股權融資。②IPO 融資助力企業業績改善，支撐實體經濟增長。上市公司較非上市公司更易獲得持續的低成本融資，這既支撐企業迅速擴張，又利於降低財務費用。

長期看 IPO 發行不改市場趨勢。①回顧市場表現，IPO 發行節奏與市場漲跌幅關聯不大。IPO 供給基本上保持動態平衡，IPO 發行節奏與 A 股行情更是相生相長的關係，在牛市中 IPO 發行較多，在熊市中 IPO 發行更少，在震盪市中 IPO 發行節奏保持平穩。②長期看 IPO 發行對 A 股資金面影響不大。從 A 股資金供求看，資金流入主要來自公募基金、私募基金、銀證轉帳、保險加倉、滬股通、融資餘額，資金流出主要來自 IPO、再融資、產業資本減持、交易稅費。在 16 年 IPO、再融資、產業資本減持、交易稅費分別為 1496、16967、1140、3780 億元，分別占全年資金流出額的 6.4%、72.6%、4.9%、16.2%，相對而言 IPO 對資金面的衝擊較小，從而長期看 IPO 發行不改市場趨勢。

短期 IPO 節奏過快，需要新平衡。①近期 IPO 發行加速，資金供求偏緊，打新收益率下降。從資金供求細項看，IPO 發行後一般在多個交易日內將連續漲停，即意味著 IPO 融資的資金流出效應將放大，16 年新股上市後平均連續 13.7 個交易日漲停，上市首個交易日平均漲幅為 43.8%，按此估算新股上市後連續漲停期間收益率高達 381.9%，這就意味 16 年 IPO 融資最多將導致資金流出 7210 億元；其次，在定增中部分專案通過資產對價完成支付，這部分基本對市場資金面無衝擊，16 年再融資中現金對價部分占 61%，為 10369 億元，短期 IPO 發行對資金供求影響加大。②建議監管層加大資

金入市力度對沖 IPO 加速對資金面的衝擊。雖然 IPO 發行制不斷改進，但目前核准制仍不完美，主要體現在 IPO 核准制定價不合理，近期 IPO 加速發行，將有利於解決 IPO 定價不合理問題，發行節奏加快導致新股難獲連續漲停。但是打新收益率持續降低也挫傷資金打新的積極性，在市值配售制度下其為打新而鎖定的 A 股倉位也將解凍，由此對 A 股資金面造成壓力。

為緩解 IPO 定價不合理和 IPO 加速造成資金面緊張局面，監管層應當從其他資金供求方面下手，比如加快批准成立私募、公募基金力度，加大銀行理財、養老金等資金入市節奏、降低再融資規模等。

風險提示：IPO 發行速度超預期、險資入市監管趨嚴。

### **傳媒：估值見底，傳媒板塊價值與成長並重**

1 月以來傳媒指數回檔 5.51%，板塊估值已見底。2017 年傳媒板塊價值成長並重將成為投資主線。重點關注估值已具備相對優勢，PEG< 1 的超跌龍頭公司以及小市值彈性品種，建議關注國旅聯合、開元儀器、勤上光電、藍色游標、方直科技。

風險提示：系統性風險。

### **機械工業：重點推薦週期機械和煤化工鏈條，建議重點把握機械“旺季”行情**

近期我們重點推薦週期機械和煤化工鏈條，建議重點把握機械“旺季”行情，推薦 1Q 超配工程機械，中長期建議配銜煤機和油服，重點標的在弱勢的市場中均取得了不錯的相對收益。往前看，我們強調：

1) 短期看資料強勢的工程機械，工程機械看挖機和叉車，我們建議關注：恒立液壓、安徽合力、柳工、三一重工；

2) 農曆新年後看好煤機需求的復蘇，大型煤炭企業對於 17 年盈利越來越確定，供暖期結束後採煤期重回 276 個工作日，抑制多時的煤機更換需求有望釋放，我們建議關注的標的：鄭煤機、天地科技；

3) 近期聯合海通週期上下游團隊研究推薦煤化工裝備，下游重啟趨勢非常清晰，油價受益品種，建議重視，建議關注：杭氧股份、陝鼓動力；

4) 超跌成長股：基於對基本面的把握，我們建議關注諾力股份、黃河旋風、勁勝精密、中金環境；

風險提示：煤化工專案招標不達預期；下游需求低迷導致應收賬款惡化。

## 汽車：成長亟待修復

1、回望 2016 年 1 月 15 日之後，我們堅定看好新能源汽車。一年之後股市再次大幅下跌，似曾相識的恐慌，成長個股的風險收益比在提升。

2、去年四季度以來我們積極看好價值，堅定防禦風格，推薦個股集中在整車企業。從【上汽集團、江淮汽車、廣汽集團等】，就是金馬股份也是基於整車企業的穩健性和低估值角度出發。絕對收益和相對收益都非常明顯，我們預計未來汽車整車在年報季報推動下，仍有望跑贏市場。

3、但經歷本輪調整，成長個股估值有效下行，特別是新興方向的零部件個股。我們認為新能源汽車跑輸大盤的局面臨近結束。在成長股短期反彈過程中，部分個股將會體現強勁反彈，我們看好新能源汽車未來潛力個股，首推【金馬股份】，看好滄州明珠、江淮汽車等。

風險提示：系統性風險，新車銷量不達預期。

## 軟體：跨界融合時代的支付和消費行為的變革

科技進步是支付創新的核心動力。支付，從形式上來看，經歷了現金支付、卡機支付、再到無卡支付的變革；從手段上來看，短信支付、掃碼支付、指紋支付、光子支付層出不窮；從安全上來看，生物識別技術提升了安全和體驗；從資訊處理來看，大資料、雲計算的應用使支付由簡單的資料傳輸向資料開發、利用延伸。

支付進入跨界融合時代。（1）與互聯網融合，支付可借助資訊技術進行產業重構和價值鏈延伸，開拓平臺化、綜合化等差異化商業模式，與此同時收單端、受理設備也在引入互聯網思維方式，不斷改善產品設計，優化使用者體驗，向智慧化、個性化、移動化方向開放升級；（2）與消費融合，互聯網支付和移動支付的快速發展，將支付滲透到衣食住行、吃喝玩樂、水電醫療等生活方方面面，新興支付服務在消費領域的推廣，不僅優化了用戶的體驗，增強了支付服務的範圍，吸引消費者依託支付平臺完成轉帳、消費和投資等等，提升行業覆蓋領域，提高了資料分析的價值；（3）與金融融合，依託大資料和場景優勢，越來越多的支付機構有了金融功能，支付寶的花唄/借唄、微信的微粒貸、京東白條等；（4）與電子商務融合，電子商務給協力廠商支付的發展提供了廣袤的沃土，支付本身也在不斷與電子商務融合。

支付的“三性法則”。商業銀行經營的“三性法則”是，在保證安全性的基礎上，適當調整流動性，以提升盈利性。那麼，支付的“三性法則”是，在保證安全性的基礎性，適當調整便捷性，以提升體驗性。安全與便捷是當前技術環境下，支付不斷權衡的兩項指標。

細分來看。銀行卡領域突破不斷，互聯網支付集中度下降，支付方式持續由 PC 端向移動端遷移，移動支付出現“井噴式”發展，另外，預付卡業務進入瓶頸期，面臨轉型。

“藍領消費金融”潛力巨大。支付在與消費和金融融合的同時，消費金融產業借助支付的大資料和場景優勢快速增長。政策支持、互聯網及移動互聯的迅速普及、消費升級，非必需品消費占比上升、80/90 逐漸成為消費主力軍、電商等垂直場景的迅速發展等成為消費金融的驅動因素。2015 年中國藍領消費金融市場放款總量約為 100 億，只覆蓋潛在市場 1.1% 左右。

投資建議。關於協力廠商支付和消費金融的收購、佈局不斷，有傳統主業增速緩慢，通過外延過來雙主業的，也有本身就在產業鏈裡面，通過外延進行縱向延伸，發揮協同效應。建議關注：支付牌照資源方面，新大陸、海立美達、新力金融、巨集磊股份，支付硬體領域，證通電子、新國都；消費金融，奧馬電器、二三四五、贏時勝。

風險提示。政策風險、行業進展低於預期，短期市場波動。

### **通信設備：三年 1.2 萬億投資穩定運營商資本開支預期、側重光網路**

1、2017 年 1 月 13 日，國家發改委、工信部印發了《資訊基礎設施重大工程建設三年行動方案》，其中光網路相關投資 3900 餘億元、占 1.2 萬億資訊基礎設施投資比重的 1/3，和移動寬頻接入網投資規模相當，對比目前三大運營商光網路的投資占比，該規劃更強化了對光網路的投資增速加快預期，並穩定無線網路的投資預期。

2、1 月份，我們從子行業景氣度及公司基本面角度，推薦光模組&光網路設備子行業：重點推薦光迅科技、烽火通信，其次博創科技、新易盛，及關注中興通訊、中際裝備，估值已調整到比較好的配額區間！5G 的主題投資角度，我們也優先推薦光模組及光網路設備子行業。

3、國企改革是 2017 年包括通信行業在內的，重要主題性機會。中國聯通、星網銳捷是通信行業比較代表性的混改標杆，也均處於競爭性領域，有改革提升效率的優良資產及潛力。

1) 聯通的混改，預期在引入的資本結構上、持股比例上、治理結構上均有突破，同時 16 年業績在底部；星網銳捷，停牌、發股收各子公司管理層所持少數股東權益，管理層和核心骨幹變參股旗下子公司為上市公司層面直接持股，看點一是停牌前估值低、17 年動態 22xPE，看點二、後續釋放業績動力強。

2) 在通信行業國企改革機會上，我們關注類中國聯通、星網銳捷的混改模式和號百控股模式的資產注入模式。梳理電信行業的央企序列和地方通信國企，在中國聯通、星網銳捷之外，尚未國改、建議關注的標的：大唐系~高鴻股份等；普天系~東方通信；郵科院系~長江通信；中船系~中電



廣通；地方國資的陝西省～烽火電子。長江通信、中電廣通、烽火電子，關注實際控制人資產注入預期及進度。

4、此外，具有安全邊際的小市值個股交易性機會，推薦關注：日海通訊（現價與珠海潤達泰溢價收購控股權價格仍有較大價差、12/10 大額員工持股計畫啟動實施對股價是重要推動）、北緯通信（實際控制人和核心高管 2016 年持續單向增持、業績反轉）、華星創業（轉型 IDC、2017 年市值小~48 億、低 PE 估值）；以及梅泰諾（收購 BBHI 過會、轉型數位行銷 SSP 平臺龍頭，低 PE 估值）、寧波建工（收購中經雲、轉型 IDC）。

風險提示：市場的系統性估值波動。

## 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。