

## 宏觀經濟

## 社融年初高增，貨幣中性偏緊——1月金融資料點評

2月14日央行公佈2017年1月金融統計資料：1月新增社融3.74萬億，分別比上月和去年同期多2.1萬億和2619億；M2增速持平去年12月的11.3%；當月金融機構貸款增加2.03萬億，同比少增4751億。我們的觀點是：社融年初高增，貨幣中性偏緊。

社融大幅增長。1月新增社融總量季節性飆升至3.74萬億，同比多增2619億。其中對實體貸款新增2.31萬億，同比少增2237億；儘管債市異常波動導致企業債淨融資繼續負增長，但受地產企業非標融資推動，新增委託信託貸款6311億，未貼現匯票融資高增6131億。在表內融資弱於去年的情況下，表外融資放量增長是社融高增的主要原因。

房貸季節性回升，信貸增速仍高。1月新增金融機構貸款2.03萬億，同比少增4751億，但增速仍不低。其中居民中長貸再度回升至6293億，主因去年銀行房貸額度緊張、部分需求在年初集中釋放，屬季節性因素，不改地產銷售降溫導致的房貸下行趨勢；年初經濟短期穩定，疊加銀行儲備專案集中投放，非居民中長貸增加1.52萬億，取代房貸成為信貸高增的主要貢獻。

M2持平，M1增速大降。儘管財政存款大增、外占或續降，但社融信貸高增，疊加春節基礎貨幣投放增加，1月M2同比11.3%，與去年末持平。1月M1增速大幅回落至14.5%，M0增速從8.1%飆升至19.4%，主要是節前企業發放工資獎金、居民取現驟增等季節性因素導致。但隨著地產銷售繼續降溫、金融去杠杆防風險推進，未來M1增速下降的趨勢仍將持續。

貨幣中性偏緊。16年居民、政府加杠杆換來經濟短期穩定，但資產泡沫膨脹、金融杠杆飆升。央行春節前提高MLF利率，節後迅速回籠貨幣，又上調逆回購、SLF利率，去杠杆和抑泡沫的態度明確，金融去杠杆將抑制社會融資擴張，也意味著17年的經濟將受到穩健貨幣的約束。

風險提示：貨幣政策的不確定性，系統性風險等。

## 大市導航

### 有色金屬：自由港 Grasberg 銅礦開始遣散工人

自由港 Grasberg 銅礦開始遣散工人：SMM 網訊：自由港麥克莫倫公司(Freeport McMoRan Inc)駐印尼專案發言人 2 月 14 日表示，已於 2 月 10 日暫停印尼 Grasberg 項目的銅精礦生產，並開始遣散銅礦工人。

自由港邁克墨倫公司印尼分公司 (PT-FI) 所產銅精礦在印尼的唯一下游買家——PT Smelting 冶煉公司可加工大約 PT-FI 所產銅精礦的 40%，因此 PT-FI 的大多產量靠國外市場消化。然而，印尼當局 1 月新規限制銅精礦出口，加之受倉儲力掣肘，使 PT-FI 不得不減產。

Grasberg 銅礦項目是全球第二大銅礦。銅精礦出口被叫停，將使 Grasberg 項目每月削減銅產量約 3.2 萬噸。SMM 稱 PT Smelting 遭到罷工，且可能至少持續至 3 月，這將加劇 PT-FI 減產。

近階段國際銅礦供給問題頻出，加上秘魯因暴雨減產和 Escondida 銅礦罷工，這三個事件使銅礦供給端出現超過 20 萬噸產量隱患，在現如今銅供需緊平衡的條件下（安泰科預計 2017 年銅供給過剩 25 萬噸），超預期邊際影響因數將進一步抬升銅價。

有色金屬板塊 2 月 14 日走勢：2017 年 2 月 14 日，上證綜指報 3217.93 點，上漲 0.03%。深證成指報 10264.92 點，下跌 0.06%。有色金屬（申萬）指數報收 3819.31 點，上漲 0.89%。個股方面，55 家上漲，14 家持平，43 家下跌。

有色金屬價格追蹤：2 月 14 日，基本金屬價格漲跌互現。其中，銅精礦價格下跌 0.50%，電解銅價格上漲 0.79%，鋁錠價格上漲 1.10%，鉛錠價格下跌 0.77%，鋅錠價格下跌 1.83%，電解鎳價格持平，錫錠價格持平；貴金屬中，金價格下跌 0.28%，銀價格持平。小金屬價格，銻錠價格上漲 1.98%，仲鎢酸銨價格上漲 0.45%，鎢粉價格上漲 0.57%，其餘小金屬價格全部持平。稀土金屬價格，氧化鏷錠價格上漲 1.84%，氧化鎳價格上漲 0.41%，氧化銻價格上漲 0.67%，其餘稀土金屬價格持平。放射性金屬價格，CME 鈾期貨價格持平。

行業資訊：（1）車用鋁潛能釋放中國忠旺加速輕量化佈局；（2）中國治霾將有大動作，金屬煤炭進一步去產能；（3）全球最大銀礦坎寧頓銀礦產量暴跌 27%。

2 月 14 日國內外要聞：國內方面：（1）統計局：2017 年 1 月 CPI 同比上漲 2.5%；（2）央行開展 1300 億逆回購，淨回籠 1000 億元；（3）2016 年保險業實現原保費收入 3.1 萬億，同比增 27.5%；國外方面：（1）美國參議院通過努欽擔任新財長，稅改成其首要任務；（2）德國國家統計局：2016 年全年 GDP 增速為 1.9%；（3）日本央行行長：不會僅是因為全球利率上升而改變收益率曲線控制政策。

風險提示。政策風險、供給變動風險。

## 公用事業：估值專題 1：尋找金股之低估值、高增速

2016、2017 年海通燃氣和環保板塊預期 PE 估值中位數分別為 39、29 倍，相比 2015 年分別下降 46%、60%。統計海通燃氣和環保板塊共 68 家公司淨利潤增速和 PE 資料，2015-2017 年其淨利潤增速的板塊中位數分別為 16.03%、38.44%、35.81%，PE 中位數分別為 70.72、38.52、28.61 倍（16、17 年資料均為 Wind 一致預期）。可以發現，經過過去一年大盤的調整和行業業績增速的持續上行，2016 年相比 2015 年板塊估值下降了 46%，而增速同比上升了 22.41 個百分點。

梳理發現估值與業績匹配的三個區域：低估值、高成長、增速較高且估值合理。根據 2017 年的預期資料，從估值和業績兩個維度評估燃氣和環保板塊內個股的投資價值，發現三個集中分佈區域，分別為估值 20 倍以下和增速 20%左右、增速 35%以上和估值 35 倍左右、增速 35%左右和估值 23 倍左右。我們依次命名為低估值區域、高成長區域、增速較高且估值合理區域。

低估值：2017 年預期估值分佈於 15-20 倍，增速分佈於 10-30%。按估值從低到高排列個股為：陝天然氣、國新能源、江南水務、興蓉環境、洪城水業、南京公用、瀚藍環境、龍淨環保、深圳燃氣、廣州發展。主要分佈于燃氣和水務行業。

高成長：2017 年預期增速分佈於 35-50%，估值分佈於 30-40 倍。按增速從高到低排列個股為：長春燃氣、開爾新材、先河環保、環能科技、永清環保、格林美、理工環科、隆華節能、南方匯通、龍馬環衛。該區域標的以環保公司為主，行業分佈相對分散，水務、固廢、監測、大氣、環衛均有涉及。

增速較高且估值合理：2017 年預期增速分佈於 28-50%，估值分佈於 17-27 倍。按增速從高到低排列個股為：東方園林、大眾公用、碧水源、武漢控股、聚光科技、三維絲、中國天楹、清新環境、啟迪桑德、百川能源。該區域標的以環保公司為主，行業分佈更為分散，水務、固廢、監測、大氣、環衛、節能均有涉及。

風險提示。市場風險偏好變化；行業競爭加劇，淨利增速下滑；宏觀經濟波動。

## 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。