

宏觀經濟

海外通脹誰之過？都是油價惹的禍！

近期海外主要經濟體通脹均出現較大幅度的回升，那麼通脹回升背後的原因是什麼？回升能否持續？是否會導致全球貨幣政策的變化呢？

美國：能源短期走高，通脹短升長降。油價上漲推動，通脹近期回升。近兩月美國總體CPI回升速度開始加快，17年1月再度跳升至2.5%。全球油價回升推動交通類和居住類分項走高，是美國CPI回升主因。根據我們的測算，美國1月2.5%的CPI同比中，0.8個百分點是能源價格貢獻的，而總體CPI相比去年12月提升的0.4個百分點，全部來自能源類價格回升。通脹短升長降，加息無須過急。儘管OPEC減產超預期，但油價難以擺脫美國葉岩油的威脅，今年要突破60美元/桶還需要更高的條件。我們在油價達到55美元/桶、60美元/桶、65美元/桶三種情形下進行了測算，發現美國CPI同比在下半年有降至1.5%以下的可能。且美聯儲加息決策主要看核心PCE物價指數，CPI同比往往要比PCE高一些，所以估算1月核心PCE同比或仍在1.7%上下徘徊，美聯儲加息決策需要更多資料支援。

歐元區：油價亦是主因，年內面臨回落。能源驅動通脹，核心依然偏低。17年1月，歐元區調和CPI同比從16年12月的1.1%大幅跳升至1.8%，是13年3月以來的最高值。但是核心通脹卻未有明顯改善，同比仍持平於0.9%，通脹回升主要還是體現在能源價格相關的電力燃料和交通運輸領域。能源類在HICP中權重高達9.7%，歐元區1月通脹同比上漲的1.8%中，能源項的貢獻達到了0.8%，非能源項只貢獻了1%。油價因素趨降，通脹或將回落。由此我們測算，如果油價在2017年維持在55美元/桶，假定油價以外的其它消費價格保持季節性增長，17年歐元區的HICP最高也不會超過1月的水準，而且在下半年可能會大幅回落到1.3%甚至更低。因此，歐央行1月繼續維持利率不變，並且認為寬鬆貨幣政策依然必要。

日本：CPI短期轉正，通縮風險未消。CPI年底轉正，核心項目仍負。日本通脹從去年10月開始轉正，但仍在0.3%的偏低水準，且核心CPI依然為負，說明漲價主要與非核心項目有關。從分項來看，16年10月以來能源和食品價格對CPI的貢獻度分別為0.66%和-0.32%，總貢獻度幾乎接近CPI同比本身。長期問題難解，通脹回升乏力。相比對通脹的擔憂，日本顯然離通縮更近。日本寬鬆貨幣政策增加的貨幣並未大量流入實體，86%被商業銀行再度存回央行帳戶，長期陷入流動性陷阱。日本政府債務率高企，每年中央政府開支中有24.4%用於債務清償，財政空間有限，通脹改善之路依然多艱。

其它：通脹分化加劇，油價影響有限。高通脹國家整體回落。例如巴西、俄羅斯前期因為貨幣短時間內貶值嚴重，通脹高企，當前仍在經歷從高通脹逐步回落的過程。印度的通脹水準也比較高，正常都在 5% 以上，但其總體通脹主要由食品價格主導，近期食品價格回落導致通脹也大幅下降。通脹偏低的國家反而有所回升。例如韓國的 CPI 同比回升主要也是原油漲價導致。菲律賓、泰國主要受食品價格推動，通脹低位回升。墨西哥受貨幣短期貶值影響通脹繼續沖高。油價雖然對其它經濟體通脹亦有推動，但影響總體有限。

綜合來看，油價短期回升、疊加低基數是本輪海外通脹短期回升的主要原因，核心通脹並無太大變化，而隨著油價上行乏力、基數走高，未來總體通脹水準或將逐步回落。

大市導航

電子元器件：移動端 3D 視覺加速 智慧交互進入新時代

移動端 3D 深度視覺技術加速，有望創造一個全新的大市場。我們通過本報告，詳細地梳理了 3D 深度視覺不同技術方案與硬體結構的差異，分析了國外公司在相關技術領域的佈局。我們相信 3D 深度視覺進入消費級智慧終端機將是大勢所趨，隨著硬體端技術的不斷進步，演算法與軟體層面的不斷優化，3D 深度視覺的精度和實用性得到大幅提升，這將為 VCSEL、紅外 CIS 帶來新的市場增量。移動端手勢/人臉識別帶來顛覆性全新的用戶體驗，預計將實現快速的滲透與普及，由於消費級智慧終端機龐大的用戶數量，這將創造一個龐大的新市場。

移動端 3D 深度相機助力智慧人機交互進入新時代。從鍵盤、滑鼠，到手寫筆，再到觸控顯示幕，人機交互的大幅進步引領了消費電子的成功。但觸控顯示有著明顯的局限性，限制了用戶的使用靈活性。基於 3D 視覺的手勢/人臉識別將對現有的消費電子產品產生顛覆性的變化，帶來全新的用戶體驗，打開更加廣闊的空間，在體感交互、運動控制、身份認證等方面大幅提升用戶體驗。

巨頭持續發力，提前佈局移動端 3D 視覺。一旦手勢識別進入大規模普及，將對現有的消費電子產品產生顛覆性的影響，人機交互將進入全新的時代。因此，包括蘋果、穀歌、微軟、英特爾、索尼、三星等科技巨頭，均在深度相機、體感交互、動作捕捉等領域展開了深度的佈局，或內部成立專門的研發團隊，或並購創業型公司，快速獲得先進的技術，在技術方面實現儲備。

TOF 方案技術水準大幅提升，移動端 3D 視覺已具備大規模普及的基礎。目前在 3D 深度視覺領域，主流的方案為結構光、TOF 和雙目立體成像。TOF 方案回應速度快、深度資訊精度高、識別距離範圍大、不易受環境光線干擾，因此是移動端 3D 視覺比較可行的方案。近年來，在德州儀器、意法半導體、英飛凌、微軟等巨頭公司的推動之下，TOF 方案已經越來越成熟，尤其是 VCSEL 技術的進步，使得 TOF 方案已經具備了在移動端大規模普及的基礎。

移動端 3D 視覺為 VCSEL 和紅外 CIS 帶來市場新增量。如果 3D 深度視覺進入移動端應用的話，VCSEL 將是重要的部件，原因就在於 VCSEL 可以提供高頻的調製、更快的回應速度、高品質的光束，同時功耗低，工藝相容性好。由於目前絕大多數智慧終端機已經具備可見光前路和後路攝像頭，因此，3D 視覺進入消費級智慧終端機之後，會增加紅外攝像頭的需求。同時 3D 視覺也將使紅外窄帶濾色片受益。

行業“增持”評級，關注優勢企業。目前海外公司在 3D 視覺領域較為領先，包括：綜合技術方案提供商——微軟、英特爾等巨頭，德州儀器、意法、英飛凌、AMS（收購 Heptagon）等晶片巨頭，SoftKinetic（索尼）、PrimeSense（蘋果）、LeapMotion 等明星公司；系統模組封裝——LG Innotek、Sharp 等；VCSEL 設計——Finsar、Lumentum、PrincetonOptronics、Heptagon、II VI 等公司。臺灣公司在 VCSEL 代工和攝像頭方面比較領先，VCSEL 由全新、聯亞光電等提供外延片，然後由宏捷科、穩懋等進行晶圓製造，再經過聯鈞、矽品、同欣（基板）等的封測，攝像頭方面有大立光、玉晶光電、奇景光電等。國內方面：綜合技術方案與模組封裝提供商——舜宇光學科技；VCSEL 發射器——光迅科技、三安光電；紅外與可見攝像頭——北京君正、舜宇光學、歐菲光、丘鈦科技；紅外窄帶濾色片——水晶光電；影像處理晶片——全志科技、北京君正等。

風險提示：3D 視覺技術移動端進程過慢；國內相關公司缺乏競爭力。

地產融資持續收緊，房企海外發債升溫

房企國內融資環境持續收緊。除了銀行貸款和公司債外，地產企業股權融資、ABS、信託、資管融資等各類管道均有收緊，融資緊張未見改善信號。債券融資銳減，17 年 2 月公司債零發行；開發貸審核從嚴，居民房貸增速疲軟。通道業務監管升級，去杠杆勢在必行。

地產企業海外發債升溫。17 年以來內地房企共成功發行海外債券 13 只，累計金額達到 46.4 億美元，較 15 年 1-2 月總額還要多出一倍。上一波地產調控後海外發債也出現過激增，同比增加超過 1 倍。在人民幣貶值壓力仍大、美元債融資成本上行的背景下，地產企業仍選擇海外融資，主要還是受國內融資收緊的驅動。

地產寒冬未過，警惕違約風險。地產融資放開取決於地產調控效果，政府收緊地產融資的政策短期內難以轉向。目前存量地產債規模超過 2 萬億元，且到期壓力集中。海外債券未來 3 年待償債券超過 350 億美元。前期融資產生的大量債務逐漸到期，國內融資何時放鬆尚不可知的背景下，房地產企業債務償還問題將逐漸浮出水面，個體信用基本面將因融資能力和抗風險能力的差異而加劇分化，應警惕弱資質地產企業違約風險的爆發。

機械工業：有望超預期！旺季有多旺？2月工程銷量前瞻

17年2月挖掘機行業增速或有望超過之前市場的翻倍預期，樂觀看可能達到200%-250%的增長，行業單月銷量有望突破1萬台。1Q一般是挖掘機的訂貨高點，如果真實資料如我們預期，預計挖掘機全年銷量增速有望達30%。從土石方機械的施工順序分析，我們認為其他工程機械產品銷量將緊隨挖掘機資料，同樣大幅回升，首當其衝的可能是工業起重機和裝載機。

我們認為，工程機械從單點突進到多點開花底層邏輯在17年基建的真實開工和16年煤炭、礦山供給側改革的政策紅利，在產業鏈補庫存的樂觀預期下，龍頭企業最值得關注。建議關注三一重工（挖機龍頭）、徐工機械（工起龍頭）、柳工（挖機+裝載機）、恒立液壓（核心零部件）、建設機械（工程機械租賃服務），以及估值便宜的安徽合力。

風險提示：固定資產投資大幅下滑，美國潛在的貿易保護風險。

資訊科技服務：和大股東、管理層以及員工共用公司成長——海通電腦投資方法論

上市公司管理層/大股東在二級市場增持或者參與定增/配套都是對公司和公司股價有信心的表現，另外員工持股更能彰顯員工層面對企業未來的信心，因為員工對股價的經濟盈虧更為敏感，所以從與公司相關利益方一致性角度來看，管理層/大股東大量在二級市場增持或者參與定增/配套、員工持股積極推進個股更值得關注。

我們梳理了電腦行業上市公司過去一年（2016/2/20-2017/2/20）重要股東在二級市場增持資料。其中有17只個股管理層/產業資本在過去一年中通過二級市場增持。按照增持資金規模來看，排在前三位：東軟集團、金證股份、廣聯達。按照當前價（按2017/2/21收盤價）與二級市場增持價格對比來看，倒掛率前三分別為：海聯訊（-30.60%）、金證股份（-25.39%）、用友網路（-20.66%，增持規模較小）。

大股東參與增發比例越高，浮盈越大。大股東參與定增，一方面彰顯對企業未來信心；另一方面也能防止股權被過分稀釋，維持對企業控制力；另外股權比例稍高也有利於公司的外延。過去三年電腦行業大股東以現金方式認購參與的已實施增發且未到限售解禁日共18例，目前來看倒掛僅有兩例：創業軟體（-9.40%）、高偉達（-5.91%），6家大股東包攬定增浮盈排在前列：衛士通（248.61%）、金證股份（214.34%）、信雅達（122.33%）、旋極資訊（97.94%）、久其軟體（93.30%）、合眾思壯（45.67%）。當前電腦行業已披露的大股東參與的增發預案有9例，按預計大股東認購比例排序，銀信科技和恒華科技並列第一，大股東全額認購，其次是索菱股份，大股東認購比例預計占募集配套78.26%，銀信科技當前市價與預案價倒掛-7.82%。

從員工持股角度來看，2016年至今披露的員工持股董事會預案且未到鎖定期的一共17例，已完成11例，未完成6例。

已披露董事會預案但較長時間未實施的員工持股計畫基本都是因為股票來源為認購非公開發行。已實施的員工持股中占總股本比例較高的為：超圖軟體（3.00%）、潤和軟體（2.95%）、榮之聯（2.88%）。從股價的倒掛程度來看，倒掛前三名為：中科金財（-25.20%）、金證股份（-24.21%）、捷順科技（-5.71%）。

管理層/大股東二級市場增持或者參與增發且同時做員工持股的標的，利益綁定更加明顯，比如四維圖新、新北洋、金證股份等。另外像銀信科技、恒華科技、合眾思壯這種大股東包攬定增也值得關注。

風險提示：短期市場波動風險。

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。