

宏觀經濟

這輪漲價不靠譜——論 PPI 回升後行業集中度的變化

最近關於漲價的呼聲越來越強，部分產業鏈的成本壓力已從上游延伸到了下游，比如涪陵榨菜，宣佈提價幅度 15%-17% 不等；再比如馬應龍，上調痔瘡膏價格 18%；再比如小米電視，去年樂視漲價的時候，小米還在微博上說“小米電視不漲價，壓力我們抗”的廣告，如今也頂不住液晶面板、鋼材、包裝紙等成本上升。去年下半年開始，中國經濟進入了一個主動補庫存週期。有著補庫存和廣義社融配合的強勁反彈，再加上年初 45 萬億天量投資的傳言，大家對於通脹傳導和週期持續性的關注度也越來越高。一般而言，PPI 回升是一個積極信號，顯示市場供求關係的改善、行業競爭格局的優化、經濟增長動力的增強。“行業集中度”則是一個衡量行業發展合理性的指標。當前 PPI 已經連續上漲了一年時間，1 月還創下了近 5 年最大漲幅。行業集中度在過去一年，又發生了怎樣的變化呢？我們選取了上、中、下游幾個重點行業進行分析。

鋼鐵行業集中度改善有限，煤炭行業甚至是下降的！我們以原煤產量作為計算標準，截止 2016 年 11 月末，煤炭全行業的原煤產量在 30.5 億噸，其中神華達到 3.8 億噸，中煤達到 1.2 億噸，山東能源達到 1.2 億噸，前三大煤企的行業集中度為 20.4%，這一水準明顯低於 15 年和 14 年。鋼鐵行業，作為供給側改革的另一大核心領域，其行業集中度的提升亦收效甚微。以粗鋼產量作為計算標準。16 年全國生產粗鋼 8.1 億噸，前十大鋼企的產量近 3 億噸，集中度基本持平於 14 年和 15 年，但明顯低於 13 年之前的水準（40-45%）。

水泥、商貿零售行業趨勢延續，但龍頭企業地位被削弱。水泥行業 16 年受益金隅和冀東合併，行業集中度的提升再下一城，前十大水泥企業的熟料產量占比更是高達 75%。但龍頭企業中建材的市場地位在下降，其產量與第二和第三家產量之和的比值低於上一輪週期的高點。商貿零售是行業集中度改善的另一個典範。我們以市占率作為計算依據，2016 年時前十大零售企業的占比接近 17%，比五年前增長了兩倍多。同樣龍頭企業阿裡巴巴的市占率較第二和第三家企業之和的比值在下降。

地產行業一枝獨秀，但其絕對值水準仍有空間。16 年的房地產市場創下了商品房銷售面積歷史新高的記錄，但不同房企的卻出現了分化，馬太效應顯著，強者更強。恒大和碧桂園兩地產巨頭，16 年的銷售面積增速高達 70% 以上，其中恒大由 15 年的 2600 多萬平方米一躍至 16 年的近 4500 萬平方米。而萬達地產 16 年則出現 -20% 的銷售下滑。但是就前三大房企來看，美國地產行業的 CR3 為 15.5%，而我國地產行業 CR3 目前僅 6.9%，行業集中度的絕對水準仍偏低。

即便經歷了如此劇烈的漲價，行業集中度卻遲遲難以大幅提升，那麼龍頭企業的利潤是否也表現低於預期呢？我們發現行業利潤卻越來越集中於龍頭企業，直接導致對價格的依賴程度在上升。以上游的煤炭行業最為典型。前四大煤企的行業集中度下降了，但利潤占比卻從 75% 大幅上升至 85%。由此可見，扣除了市場份額的因素外，龍頭企業盈利對價格變化更加敏感，對價格上升依賴性更強。再看中游的鋼鐵行業，對比 16 年和 13 年可見，鋼鐵前 8 大企業行業集中度小幅下降，但利潤占比卻在提升，由 33% 狂飆至目前的 57%。尤其在 16 年，利潤集中於龍頭企業的特點十分突出，對應著鋼價在此期間僅在 16 年出現了大幅反彈。

PPI 回升後的行業隱憂：價格上升只是加劇了實業套利，並沒有真實改變行業生態、也沒有提升企業的經營行為。我們認為，這輪漲價不可持續，也不靠譜。供給側改革紅紅火火地開展，行業集中度並沒有變得更高，企業龍頭地位並沒有變得更強，行業競爭關係並沒有變得更合理，但行業盈利卻集中了。大企業玩起了實業套利，體現為盈利改善對價格上漲的依賴度上升。舉一個簡單的例子來說，尤其對於一些傳統行業來說，6 個月票據融資的利率在 3.7% 左右，而未來幾個月 PPI 至少也都在 5% 以上。他們通過票據把錢借來，然後單憑原材料價格的上漲，就可以 cover 掉自身的借貸成本，還可以賺取其中的息差。而這樣的套利放在過去不大可能，因為 PPI 常年為負，實際利率動輒就在 8% 以上，任何的民間投資都顯得“得不償失”。當價格普漲的浪潮退去，這一遊戲策略或面臨衝擊，行業或再現困境，經濟再添下行壓力。

上周資金淨流入 455 億，市場情緒平穩

上周（2 月 20 日-2 月 24 日）資金淨流入 455 億。其中資金流入方面，上周銀證轉帳變動淨額增加 321 億，融資餘額增加 113 億，公募基金新發行 42 億，滬股通規模增加 27 億，深股通規模增加 37 億。資金流出方面，IPO 融資規模 51 億，產業資本淨增持 21 億，交易費用 55 億。前一周資金淨流入 325 億，從 16 年 2 月份以來資金流入流出整體平穩。

市場情緒保持平穩。上周年化換手率約 241%，前一周為 239%。上周成交量均值為 396 億股，前一周為 393 億股。上周融資交易占比 7.7%，前一周為 8.0%。股指期貨前十位多空持倉比 1.04，較前一周下降 0.04。根據 WIND 資料測量，截止上週五股票型基金倉位 83.49%，較前周 83.68% 有所下降。

風險提示：系統性風險。

大市導航

通信設備：光器件行業系列研究 2：光器件新藍海，從工業走向消費

光器件消費領域應用提速，藍海新市場加速開啟。市場普遍關注半導體雷射器在通信領域的應用，而忽略了半導體雷射器在消費領域的使用正在快速興起。半導體雷射在資訊傳遞容量，傳感控制以及功耗方面特點突出；而伴隨光通信技術的快速完善，半導體雷射器成本端大幅下降，新領域應用不斷湧現。近期蘋果 iPhone 8 即將採用 VCSEL 半導體雷射器技術引起廣泛關注，而我們認為在光器件成本不斷下降背景下，伴隨消費者對於雷射傳感、即時回應、大容量資料交互等需求的快速提升，光器件在消費領域的應用有望全面打開。

VCSEL 技術優勢凸顯，LUMENTUM 深耕 3D 傳感領域帶動光器件消費電子市場迎突破、開啟 10 億美金量級新市場。作為光通信資料傳輸領域廣泛應用的一項基礎技術，VCSEL 在綜合光學性能方面特點突出，伴隨多年來通信應用目前製造成本優勢明顯。作為光器件行業領導者，LUMENTUM 多年來深耕於半導體雷射技術的 3D 傳感應用，此次公司產品進入蘋果產業鏈不僅是公司業務的重大突破，更是以 VCSEL 技術為代表的半導體雷射技術在消費領域的重大突破。

國產手機市場份額持續擴大，國內光器件企業有望充分受益半導體雷射器在智慧終端機領域的應用滲透。手機領域，蘋果作為行業風向標引領了技術和產品的發展，iPhone 3D 傳感技術也有望快速應用到其他手機廠商；目前國內以華為，OPPO，VIVO 為代表的手機廠商市場份額快速提升，以光迅科技為代表的國內光器件廠商技術積累和客戶資源具有優勢，將充分受益於國產手機的技術和產品跟進。

超高清電視時代來臨，消費領域“光進銅退”。目前以 8K 為代表的超高清電視的市場需求正快速提升，相對於傳統的電視而言，超高清電視的資料傳輸要求大幅提升，傳統的銅線技術正逐步淘汰。光傳輸技術正走出工業領域而向高速率傳輸需求快速提升的超高清電視/VR 等領域邁進。

車載雷射雷達需求提速，VCSEL 技術成本優勢明顯。伴隨車聯網和智能駕駛需求的提升，車載雷射雷達的需求正快速提升。相對於傳統的掃描雷達，以 VCSEL 為代表的固態雷射雷達在操控性和成本方面優勢明顯，有望大幅降低傳統雷射雷達的成本，並加速車載雷射雷達的應用。

行業給予“增持”評級。我們認為此次 VCSEL 雷射器進入 iPhone 產業鏈示範效應極為明顯，後續將進一步加速半導體雷射器在消費領域的應用。同時以 LUMENTUM，FINISAR 和光迅科技為代表的相關公司近年來積極將產品業務往消費者領域推進，光器件的消費領域新藍海正在開啟。重點推薦國內光器件核心技術行業龍頭光迅科技（具備 VCSEL 雷射器規模量產能力），同時建議關注華工科技、以及其他在光器件領域具有核心晶片優勢的港股/美股相關公司。

風險提示：相關領域技術應用推進過慢，產業資源融合低於預期。

石油化工：煉化行業高景氣，關注龍頭企業

預計煉化行業盈利高點出現在 2016-2018 年。我們認為石化行業的景氣週期一般為 6~8 年，前兩次景氣頂點分別出現在 2004~2006 年、2010~2011 年，下一次行業景氣頂點有望在 2016~2018 年出現。從乙烯-石腦油價差來看，在 2004~2006 年、2010~2011 年，這一價差分別達到了階段性的高點。目前乙烯-石腦油價差處於高位，石化行業處於高景氣。

我國煉油產能過剩，地方煉廠發展迅速。截至 2016 年底，我國煉油能力約為 7.5 億噸/年，與 2015 年基本持平。由於產能過剩，2011-2016 年國內主營煉廠開工率呈現出下行趨勢；而地方煉廠由於原油進口權和使用權的放開，原油可獲得量大幅提高，從 2015 年起開工率出現大幅回升。2016 年主營煉廠平均開工率達 86.2%，較 2011 年 90.3% 的開工率，下降 4.1 個百分點；而地方煉廠開工率為 52.0%，相比 2011 年 40.8% 的開工率，上漲 11.2 個百分點。

原油對外依存度提升，進口地呈多樣化。2016 年我國原油表觀消費量為 5.78 億噸，其中進口量達 3.81 億噸，同比增長 13.6%，對外依存度提高到 66%。中東、非洲、俄羅斯仍是我國主要的進口原油來源地，從委內瑞拉、巴西、哥倫比亞等國的原油進口有顯著提升，我國的原油進口呈現多元化。

柴油需求下滑導致成品油需求回落，柴汽比結構變化顯著。2016 年我國成品油表觀消費量 3.15 億噸，同比減少 0.5%；成品油出口量大幅增長 50.7% 至 3819 萬噸；成品油淨出口量進一步增加，國內成品油供應過剩趨勢明顯。成品油需求回落主要由於國內經濟增速放緩，再加上環境污染嚴重、環保要求日益嚴格等因素，柴油的需求被不斷抑制。2016 年國內柴油汽油的消費比從高峰時期的 2.2 以上，下降到 2016 年的 1.37，降幅明顯。

油氣行業市場化進程加快。2015 年我國進口原油使用權進一步放開，同時多家地方煉廠獲得原油進口權，2016 年原油非國營貿易進口允許總量達 8760 萬噸。以上舉措有助於地方煉廠參與到煉油環節的競爭中，煉油行業的市場化步伐加快。

此外成品油定價機制進一步調整，未來有望向更加市場化的方向發展。

油價企穩回升有助於煉油行業盈利能力的提升。我們預計 2017 年原油均價為 55-60 美元/桶，同比上漲 20%-30%，隨著供給端的改善，原油價格有望回升。由於煉油企業一般都會有 1-2 個月的庫存，在油價上漲過程中，煉油企業有望獲得一定的庫存收益，從而提升其盈利能力。

重點上市公司：油價整體處於上升通道，煉油業務盈利穩定，在煉化行業高景氣階段，石化行業盈利有望保持高位。我們給予行業“增持”投資評級，重點關注具備估值優勢、業績彈性大的公司，如華錦股份、中國石化、上海石化等。

風險提示：原油價格大幅波動，產能過剩，成品油價格調整滯後。

黑色系新高後大幅震盪，關注政策變化

近期，黑色系創出近年來新高，引發了市場大幅震盪。從國務院新聞辦 2 月 26 日方星海的講話中，我們認為傳遞了政策走向：

第一，期貨市場不需要這麼高的交易量。他認為去年煤焦鋼為代表的黑色系商品期貨交易比較活躍。一方面由於推進去產能，另外 2016 年樓市也非常熱，去年供求關係偏緊張。同時，投機資本在我國金融體系中比較多。為此，交易所採取了措施：首先提高了交易費用，其次增加了保證金的要求，對一些帳戶做了一些每日開倉量的限制，對違規的帳戶給予停止交易、稽查處分。他認為交易還是總體平穩的，期貨的價格沒有超過現貨的價格。

第二，期貨市場的功能作用還遠遠沒有發揮出來，服務實體經濟和產業客戶的能力有待進一步提升，2017 年會推出一些新的品種。比如說農產品期權交易，進一步推進石油期貨的準備工作。

第三，將引進更多的產業客戶，使定價品質更高。同時，也會推進期貨市場的國際化的發展，引進境外的一些產業客戶，參與國內期貨市場的交易。

第四，期貨市場，特別是大宗商品期貨本來就是一個非常國際化的市場，如果人為隔離了境外產業客戶參與我們國內期貨市場的投資，不利於我們良好定價的形成，也不利於中國期貨市場在國際上發揮更大的作用，提升我國參與國際資源配路的能力。所以這方面也要予以推進。

近期黑色系大幅上攻，一是受 1 月 PPI 上升影響，二是進入春季基建旺季，三是全國各省基建規劃高達 45 萬億，對市場需求產生了強烈預期。當然，除去季節性因素影響，需求相對平穩，市場過熱，不排除監管政策出手維穩，對當前熱門品種可能產生較大壓力，為此，需要關注政策面的變化。

風險提示：警惕市場過熱政策調控。

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。