

2017年03月08日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

2月外儲回升，警惕美國加息

17年2月外儲回升。外管局公佈2月外匯儲備餘額為30051.2億美元，環比增加69.2億美元，結束連續7個月的下滑。

估值效應較弱。2月美元指數回升1.8%，歐元、英鎊對美元分別下跌2.1%和1.6%，僅日元微漲0.03%，帶來負面影響，但同時2月美、歐、英、日國債收益率分別下行9、24、34和3個BP，綜合而言估值效應較弱。

美國加息在即。2月人民幣匯率整體平穩，對美元微跌0.03%，因而資本流出和匯率維穩壓力均有所減輕。但進入3月美聯儲官員接連釋放鷹派信號，3月加息概率大增，預計人民幣匯率或短期承壓。

貨幣易緊難松。3月將迎來MPA季度考核，而銀監會主席表態控制影子銀行，意味著金融去杠杆的政策基調下流動性易緊難松，加之美聯儲很可能在3月加息，或加劇國內資金緊張，風險日益上升。

大市導航

機械工業：中等級別的反彈，加速提升的盈利彈性

工程機械正在經歷換機需求主導的中等級別復蘇，反彈高度預計相當於2011年高點的70-80%。隨著行業的冗餘供給出清和下游基建、礦山等需求情況逐漸好轉，以挖掘機為代表的土方機械率先復蘇，我們預計一季度整體銷量增速將超過100%。根據我們的測算，考慮租金價格的回升，80小時/月的利用率已經跨過了大部分租賃商的盈虧平衡線，回收期在5年以內（IRR+10%），進入合理區間，換機需求得到激發。其它品種如工程起重機、叉車等相繼出現大幅復蘇，混凝土機械作為見頂最晚、需求結構較差的品種相對遲滯，但從全行業看已經明顯出現熱度擴散。我們認為工程機械正在經歷的是一輪中等強度的、全方面的復蘇行情，中期反彈高度相當於2011年的70-80%。

成本上漲 v.s. 規模效應，復蘇階段的行業盈利彈性高於下行階段（2012-2015）：雖然年初至今的原材料價格持續上漲，但我們經過拆分測算判斷對於工程機械企業總體影響不大，並且更大的出口敞口也有望受益於貨幣貶值趨勢。另一方面，作為重資產屬性的行業，工程機械企業收入跨過盈虧平

衡線之後產生的規模效應足以覆蓋成本上漲（當前原材料價格遠低於 2011 年），我們的模型測算此輪復蘇的盈利彈性將大於下降期（2012-2015 年），但小於上行期（2009-2011 年）。從資產負債表的角度來看，當前工程機械企業的壞賬風險也在快速下降中；加速提升的盈利彈性，重點關注龍頭！從受益彈性角度來說，我們認為絕對要選取行業龍頭，不僅市占率龍頭公司還在快速提升，並且龍頭也在行業底部的 4-5 年時間內更充分地降低了包括人工、負債在內的經營杠杆，業績復蘇的彈性要更大。

我們測算當收入恢復到 11 年 70-80% 水準的時候，龍頭主機公司的盈利有望恢復到 11 年 35-60% 的水準，核心零部件公司有望輕鬆超過歷史高點、進入下一輪成長期。我們看好工程機械板塊的“旺季行情”和行情的可持續性，建議關注三一重工、安徽合力、中聯重科、徐工、柳工等主機廠，以及核心零部件公司恒立液壓，租賃服務商建設機械。

風險提示：宏觀經濟發展低於預期，行業發展低於預期，應收賬款風險。

電子元器件：5G 給射頻前端晶片帶來的新變革

半導體行業最具吸引力領域遇上 5G 風口，將產生劇烈化學反應。本報告深入剖析了 5G 大發展給射頻前端晶片領域帶來的技術革新和市場機遇，詳細梳理了射頻前端晶片各細分領域中國內外產業鏈相關企業。我們認為：5G 作為未來幾年最具確定性的市場機會，將推動通信、電子等多個行業完成產業升級，對全球經濟產生深遠影響。射頻前端晶片市場作為半導體行業最具吸引力的領域之一，將從此次產業升級中受益最大，未來在現有產品線市場高速增長的同時，在 BAW 濾波器、GaN PA 和毫米波 PA 等領域將產生全新發展機遇，形成全產業鏈的整體性投資機會。而對於國內產業鏈相關企業來說，5G 的到來也是打破現有市場格局，推動全球產業轉移，實現彎道超車的難得機遇。

Pre-5G 先行，5G 標準化有序推進。5G 的發展是一個平緩的產業升級過程，目前工業界已經形成了比較明確的 Pre-5G 概念，即“基於標準 4G 網路實現明顯超出 LTE-Advanced Pro 的性能”，全球主要通信設備商、終端廠商、晶片廠商面向 Pre-5G 概念的產品研發進行的如火如荼。同時，5G 標準正按照原定時間表有序推進，第一版正式技術標準預計將於 2018 年 9 月正式發佈。

5G 多項關鍵技術直接推動射頻前端晶片市場成長。5G 時代會有更多的頻段資源被投入使用，多模多頻使射頻前端晶片需求增加，同時 Massive MIMO 和波束成形、載波聚合、毫米波等關鍵技術將助長這一趨勢。物聯網產業將借助 5G 通信網路真正實現落地，成為驅動射頻前端晶片市場發展的新引擎。根據市場調查機構 Navian 的預測，僅移動終端中射頻前端晶片的市場規模將會從 2015 年的 119.4 億美元增長至 2020 年的 212 億美元，年複合增長率達到 15.4%。

關注全球射頻前端晶片產業鏈的整體性投資機會。目前全球射頻前端晶片產業擁有較為成熟的產業鏈，歐美 IDM 大廠技術領先，規模優勢明顯，臺灣企業則在晶圓製造、封裝測試等產業鏈中下游佔據重要地位。5G 對射頻前端晶片的更高要求催生出 BAW 濾波器、毫米波 PA、GaN 工藝 PA 等新的技術熱點，形成新的產業驅動力。隨著現有產品線市場需求增加，新產品實現大規模產業化應用，預計未來兩年內產業鏈相關企業將迎來一輪整體性的業績增長。

關注射頻前端晶片的國產替代化機會。國內企業在半導體產業轉移的大趨勢下，在射頻前端的各環節均取得突破：設計方面，唯捷創芯（Vanchip）的 3G/4G 射頻前端方案已實現穩定出貨，營收逐年增長，銳迪科在與展訊合併為紫光展銳後，對 PA 事業部投入巨大，迅速在多條產品線推出新產品；代工方面，三安光電與老牌砷化鎵、氮化鎵化合物半導體晶圓製造代工廠商 GCS 成立合資公司，GaAs 產線實現小規模量產，GaN 產線試產中；封測方面，長電科技擁有的 SiP 和 Flip-chip 封裝工藝是提高射頻前端晶片集成度的核心技術。

投資建議：行業“增持”評級，關注國內優勢企業。在國家產業政策推動全球半導體產業轉移的大趨勢下，射頻前端晶片領域的技術革新為國內企業創造了彎道超車的有利條件。我們建議關注國內化合物半導體代工龍頭三安光電（600703）、掌握多項先進技術的晶片封裝龍頭長電科技（600584）、收購艾科半導體切入晶片測試領域的大港股份（002077）、重金投入 SAW 濾波器研發的被動電子元器件龍頭麥捷科技（300319）。非上市公司建議關注射頻晶片設計領域產品線豐富、市場表現優異的唯捷創芯和紫光展銳等。

風險提示：5G 商業化進展不及預期。

有色金屬：銅罷工又增一員

據 SMM 報導，秘魯最大的銅生產商之一——Cerro Verde 礦一工會代表表示，工人們計畫從 2017 年 3 月 10 日開始為期 5 天的罷工，要求更好的勞動條件，並稱可能進行無限期罷工。

該礦去年生產 49.90 萬噸銅，是 2015 年的兩倍以上。此外，全球兩個最大銅礦已經停產，必和必拓旗下位于智利的 Escondida 銅礦從 2 月 9 日開始罷工，自由港旗下位于印尼的 Grasberg 礦 2 月 16 日已停產。

2016 年全球銅精礦產量 1605 萬噸，銅精礦消費量 1575 萬噸，供給過剩 30 萬噸。2017 年從供給端來看，近期罷工頻繁，預計供給收縮。從需求端來看，受“一帶一路”以及美國基建計畫影響，需求有所增加。預計 2017 年供需將實現反轉。

風險提示：下游需求不達預期。

家用電器：關於原材料價格波動歷史影響的分析

1. 原材料價格上升期間：整機龍頭企業可依託其強大的議價能力將成本向上下游轉移，並且通過自身費用率管控，保證淨利率相對穩定。
2. 原材料價格下降期間：整機企業通過產品結構優化保持價格穩中有升，享受成本下降的紅利，推動淨利率穩步走高。
3. 當前時間點：原材料價格同比回升但仍處於歷史底部。整機企業產品價格經過前期多次上調，加上 17Q1 5%~10% 的提價，整機廠商有能力消化原材料的上漲壓力。
4. 我們看好此輪漲價疊加後續成本回落後剪刀差帶來利潤率提升的機會，推薦格力電器、美的集團、小天鵝 A、老闆電器等。

風險提示：原材料價格上漲。

資訊科技服務：以時間換空間，電腦將越來越安全

17 年電腦行情判斷：預計二季度比一季度好，下半年比上半年好，支付&消費金融、IT 安全/自主可控、人工智慧是今年電腦行業投資主線。

自今年 1 月份我們發佈了深度報告《跨界融合時代的支付和消費行為的變革》後，掀起市場對此子行業的熱情。今年支付行業政策不斷，行業慢慢趨向規範健康快車道，消費金融也在質疑聲中快速增長，預計 17 年將進入放量增長階段，關注相關佈局公司（漲幅少的靠前），如新大陸、康耐特、奧馬電器、二三四五等。

IT 安全和自主可控方面，行業增長穩健，17 年政策紅利不斷釋放，態勢感知、雲安全、物聯網工控等新興領域潛力較大，自主可控也即將放量，看好啟明星辰、中科曙光、中國軟體、浪潮資訊等龍頭企業。

人工智慧方面：PC、移動互聯網和 AI 時代，電腦投資框架主線明顯。目前仍舊看好人工智慧的基礎設施，看好 GPU，深度學習大量並行本地運算的特點使得 GPU 等新計算架構出現。看好生物識別子方向，其對於人工智慧猶如攝像頭之于安防產業，參考我們 50 頁深度《生物識別，人工智慧產業爆發的前哨戰》。推薦標的：科大訊飛、東軟集團、遠方光電、四維圖新、思創醫惠、佳都科技、景嘉微等。

風險提示：行業應用不及預期。

食品：推薦高端白酒和啤酒

高端白酒：①龍頭企業的經營目標、管理水準、行銷策略、經銷商隊伍均有改善，近期五糧液、瀘州老窖再提價新增催化。②房產增值與基建投資帶動可選消費（含高端白酒）回暖。③A 股投資風險偏好持續偏低，再融資新規和海外資金、社保、險資、銀行資金入市也相對利好。

啤酒：①推薦邏輯從 16 年競爭戰略轉變擴大至 17 年競爭戰略轉變、主動去產能減虧、格局趨於穩定，20 多年來首現拐點。②拐點左側盈利觸底，15 年扣非後淨利率 1-4%，16 年最新業績四大龍頭增速 26-53%，噸酒市值僅為國際 1/6。③投資者預期差極大，近期市場關注度才升溫，但配路仍極低。

價值組合：貴州茅臺、五糧液、瀘州老窖、洋河股份；成長組合：重慶啤酒、安琪酵母、金禾實業、雙塔食品；國改組合：伊力特、青島啤酒、燕京啤酒、ST 珠江。

風險提示：行業表現不及預期。

金融：消費藍海起航，完善風控保駕護航

消費對 GDP 的貢獻逐年上升，仍有很大發展空間。近幾年來，我國消費占 GDP 的比重持續增加，在 2011 年突破 50%，我國已經步入消費驅動型經濟。2015 年我國居民消費支出總額為 26.48 萬億元，同比增長 9%，高於 GDP 的增長速度。

近年來，消費對 GDP 的貢獻基本穩定在 45% 左右，與發達國家平均 70% 左右的高水準比重相比仍有較大差距。

消費信貸規模不斷上升，增速較快，但占信貸總額比重仍然較低。2015 年我國消費信貸規模達 19 萬億元，同比增長 23.4%，其中不含房貸的消費信貸餘額為 4 萬億元，同比增長 26.1%。消費信貸餘額占我國整體信貸餘額的比重增長至 19%，仍遠低於發達國家 60% 的比例。2015 年末，我國全金融機構貸款餘額為 101.3 萬億元，消費信貸僅占貸款餘額的 19.4%，從近幾年消費信貸的占比情況來看，雖然消費信貸占比逐年小幅上升，但是總體圍繞 20% 左右變動。隨著人們消費觀念的進一步轉變和市場消費信貸產品的增加，消費金融將充分釋放強大的發展潛力。

從消費金融的商業模式來看，主要分為三種：

- 1) 商業銀行：以線下管道為主，注重產品創新和場景延伸。商業銀行的消費金融產品包括信用卡、汽車貸、消費貸等，由銀行基於申請資料向客戶發放貸款。
- 2) 消費金融公司：依託牌照優勢，深入經營。目前已有 19 家消費金融公司開業。具有不吸收公眾存款，以小額、分散為原則，為境內居民個人提供以消費為目的的貸款的非銀行金融機構的特徵。

3) 互聯網消費金融：依託互聯網技術，電子化、網路化及資訊化經營。互聯網消費金融最早起源于大型電商平臺或者依託于大型電商平臺，典型例子有京東白條、螞蟻花唄。此外，一些小型電商平臺與大型電商平臺相比欠缺強大的資金流水和客戶體量，因此以細分市場為切入點，同時以 P2P 作為資金來源。

行業利好政策持續驅動，消費金融空間無限。從政策面來看，自 2009 年銀監會發佈《消費金融公司試點管理辦法》以來，消費金融政策紅利逐步釋放。考慮到目前消費占 GDP 比重、消費信貸占消費支出比重均低於發達國家，未來消費金融空間無限。我們估算 2020 年，消費支出有望達到 47 萬億元，消費占 GDP 比重將有望提升至 52%；消費信貸將達到 12 萬億，約占消費支出的 25%。未來隨著消費金融牌照的進一步放開，以及互聯網消費金融的普及，市場格局有望更加市場化。

完善風控的機制是消費金融規模發展的重要基礎。由於消費金融在我國仍處於逐步成熟的階段，在風控方面存在較多的不確定性和難度，主要表現在個人信用體系尚不完善、壞賬率較高，違約風險高、與銀行現有業務的融合。消費金融的發展不但需要清晰、具有創意的商業模式，更需要完善的風險控制，以保證消費金融可持續性發展。

相關標的：建議關注奧馬電器、康耐特、二三四五、新大陸、國盛金控、海立美達。

風險提示：1) 消費信貸大規模壞賬。2) 宏觀經濟下行。

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。