

2017年03月10日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

CPI大幅回落，貨幣難言放鬆——2月物價資料點評

2017年3月9日，國家統計局公佈2月通脹資料，CPI同比回落至0.8%，PPI同比繼續上升7.8%。我們的觀點是：CPI大幅回落，貨幣難言放鬆。

2月CPI大降。2月CPI環比下降0.2%，同比0.8%，相比1月大幅回落，主因去年春節同期豬價暴漲，而今年豬價不漲反跌。節後食品需求減弱，疊加2月氣溫利於鮮菜生長，食品價格環比下跌0.6%，同比大降至-4.3%；節後外出旅遊人數減少，旅遊相關服務價格回落，非食品同比回落至2.2%。

3月CPI走穩。3月以來菜價、肉價、水果價格等繼續回落，食品價格環比或將負增，預計CPI同比或穩定在1.2%。但隨著PPI回升向CPI傳導，非食品價格仍可能走高，帶動CPI穩步回升。

2月PPI再創新高。2月PPI環比漲幅繼續收窄至0.6%，同比因低基數回升至7.8%。2月油氣開採、石油加工、煤炭采選價格環比漲幅收窄，黑金、有色冶煉加工、化學原料製品環比漲幅擴大，農副食品加工由漲轉跌。

3月PPI有望回落。3月以來鋼價續升、煤價反彈，油價趨穩，預計PPI環比微漲0.2%，但考慮到去年同期基數開始走高，3月PPI同比或小幅回落至7.5%。

通脹短期回落，但貨幣易緊難松。2月CPI大幅回落，通脹壓力短期有所緩解，但通脹預期未消，PPI再創新高，向CPI的傳導仍在持續；美聯儲3月加息箭在弦上，特朗普政府施壓中國匯率問題，人民幣維穩壓力增大；銀監會主席郭樹清稱要控制銀行表外業務增長，加強理財監管；同時1月社融飆升也意味著部分銀行在今年首次MPA考核中難以達標，流動性仍面臨收縮壓力。

企業所得稅改革是關鍵——財稅改革系列（2）

核心結論。①中國企業稅負高，16年綜合稅率為68%，美國為44%，各行業差異大，新興行業低、傳統行業高，政策導向意在促轉型。②15年A股應交稅費中所得稅、營業稅、增值稅分別占47%、13%、4%，降稅減費關鍵在於所得稅。③今年所得稅望結構改革，擴大小微企業減半徵收範圍和提高科技型中小企業研發費用扣除比例，長期看所得稅率將下調。

中國企業整體稅費負擔較重。①相較國際水準，中國宏觀稅負較高。對比國際，15年我國財政收入/GDP為22.1%，而韓國為21.8%，巴西為21.1%，馬來西亞為18.9%，美國為18.0%，加拿大為14.8%，印尼為13.0%，德國為9.3%，即使在新興市場國家中，我國宏觀稅負整體也較高。②一般納稅主體為個人的稅種主要包括個人所得稅、遺產稅、贈與稅、房產稅、車輛購置稅等，將這些稅收收入從財政收入中剔除，可大致得到企業直接繳納的稅費總額，由此推算15年中國企業繳納稅費/財政收入為91.2%，馬來西亞為88.0%，泰國為82.4%，韓國為77.2%，日本為65.1%，美國為52.0%，加拿大為50.3%。

各行業稅負差異大。①傳統行業稅負高，新興行業稅負低。2010年以來電子、國防、傳媒、農林牧漁、電腦稅負較輕，淨繳納稅費額/稅費前利潤均值分別為3.9%、11.3%、22.2%、26.1%、29.1%，石油石化、鋼鐵、有色、建築、煤炭稅負最高，淨繳納稅費額/稅費前利潤均值分別為77.8%、73.6%、62.8%、60.8%、60.2%。②稅收政策偏愛新興行業，意在調結構、促轉型。09年年報顯示A股所屬四大TMT行業的企業淨繳納稅費額之和占A股的1.01%，而歸母淨利潤之和占A股的0.94%，淨繳納稅費占比與淨利潤占比基本相當。2016年中報顯示A股所屬四大TMT行業的企業淨繳納稅費額之和占A股的1.5%，而歸母淨利潤之和占A股的4.1%，淨利潤占比遠超淨繳納稅費占比。

企業所得稅改革是關鍵。①今年所得稅改革重在調結構。15年A股應交稅費中所得稅、營業稅、增值稅分別占47%、13%、4%，16年5月“營改增”試點全面推開後，所得稅和增值稅成為企業繳納稅費的大頭。目前“營改增”試點正在順利進行中，但企業所得稅率卻未現調整，兩會期間涉及所得稅改革的兩項政策為：擴大小微企業享受減半徵收所得稅優惠的範圍，年應納稅所得額上限由30萬元提高到50萬元；科技型中小企業研發費用加計扣除比例由50%提高到75%，結構性減稅方向不變。②長期看所得稅率調整仍為大勢所趨，有助改善企業業績。從更長期看企業所得稅率調整仍為大勢所趨：

一是近年來我國企業實際承擔所得稅率越來越高。二是海外國際稅收競爭格局突變或將倒逼企業所得稅改革。目前有專家建議將法定企業所得稅率從25%調減為22%，所得稅率降低3個百分點，按實際承擔所得稅率下調3個百分點測算，保守估計16年三季度A股淨利潤增速將從1.8%升至5.8%，降低企業所得稅有助改善業績。

風險提示：財政收入下滑、財政赤字擴大、特朗普減稅政策超預期。

大市導航

石油化工：2月成品油出口量大增——2月原油成品油進出口資料分析

成品油出口量大增。2月份我國成品油出口量 426 萬噸，同比+42.47%，環比+40.13%，成品油出口量較 2017 年 1 月份大幅增長；成品油進口量 239 萬噸，淨出口 187 萬噸。

油價震盪，關注庫存變化及減產後續執行情況。自 2 月 13 日 OPEC 發佈月報顯示 1 月份 OPEC 減產執行率達九成以來，國際原油價格漲幅有限，表明此次減產市場預期較高。自去年 11 月底 OPEC 達成減產協議以來，國際原油價格進入了三個月的震盪期（震盪區間為 53-57 美元/桶），煉廠開工率低導致美國原油庫存連續增加，抑制了油價漲幅。隨著今年 3 月底煉廠維護期結束，煉廠開工率有所提升後，我們預計美國原油庫存有望減少，2017 年原油均價水準有望達到 55-60 美元/桶，短期需要關注原油庫存變化以及後續減產執行情況。

重點關注上市公司。（1）高業績、低估值的行業與公司，煉化行業華錦股份、中國石化；PTA-滌綸產業鏈桐昆股份、恒逸石化。（2）高彈性的行業與公司，油氣開採行業洲際油氣、新潮能源；油服與設備產業鏈通源石油、石化油服等。

風險提示：原油價格大幅波動的風險。如果油價在短期內大幅波動，將會對行業整體盈利構成一定影響。

電氣設備：鈷酸鋰大漲 4 萬元/噸，噸毛利提升 1.8 萬元

昨日鈷酸鋰價格大漲 4 萬元/噸，漲幅超 10%；按照目前價格單噸成本上漲 21.2 萬元，單噸價格上漲 23 萬元，噸毛利提升 1.8 萬元。我們類比鈷金屬為碳酸鋰，而四氧化三鈷為六氟磷酸鋰，鈷酸鋰類似電解液環節。鈷酸鋰成本占手機等成本的 2% 不到，對價格敏感度較低，可實現順利傳導。另外三元 523 正極材料噸毛利提升 1.7 萬元（自產前驅體）。

杉杉股份目前鈷酸鋰產能 1.9 萬噸，在建 0.2 萬噸，四氧化三鈷全部外購，目前價格下全年毛利提升 3 億元左右；另公司擁有三元正極材料 1.4 萬噸（其中前驅體自產 0.5 萬噸），全年毛利提升近 1 億元；合計約 4 億元，業績顯著提升。

關注鈷主產業鏈投資機會。建議關注格林美（2.4 萬噸鈷產品）、華友鈷業（2.6 萬噸鈷產品，價格漲幅遠超成本漲幅）、道氏技術（佳納能源）、合縱科技（2000 噸四氧化三鈷）。

風險提示：政府調控，鈷價價格下降，競爭格局惡劣。

有色金屬：國內銅精礦現貨 TC 降至 75-80 美元/千噸，為 3 年來最低點

國內銅精礦現貨 TC 降至 75-80 美元/千噸，為 3 年來最低點。智利 Escondida 銅礦史上最長的罷工事件至 3 月 9 日已持續了 29 天、2 月中旬印尼銅礦 Grasberg 因政府中斷該礦出口而罷工抗議、本週五秘魯最大的銅生產商之一——Cerro Verde 礦的工人們也將於 3 月 10 號開始為期五天的罷工。階段性的銅精礦供應緊縮確實也引起了國內銅精礦現貨 TC 的明顯波動。據 SMM 資料顯示，3 月 3 日當周國內銅精礦現貨 TC 報 75-80 美元/千噸，為 2013 年 8 月中旬來的新低點。

2016 年全球銅精礦產量 1605 萬噸，銅精礦消費量 1575 萬噸，供給過剩約 30 萬噸。從供給端分析，Escondida 罷工至今約影響 9.8 萬噸銅供給；Grasberg 罷工至今約影響 4.3 萬噸銅供給；Cerro Verde 全面罷工 5 天將約影響 0.68~0.7 萬噸金屬銅；三者罷工影響銅供給已接近 2016 全年過剩量的一半。

此外，從需求端考慮，隨著美國特朗普 1 萬億美元基建計畫的推動，將進一步提振銅消費端。此外，中國交通基建“十三五”15 萬億元投資的拉動，預計也會進一步打破目前銅供需緊平衡的狀態。銅礦供應過剩的局面或在 2017 年全面改變，或成反轉趨勢。TC 所反應的供應減少利好銅價成共識，未來需求強勁也進一步刺激銅消費，因此，未來我們看多銅。

風險提示：下游需求不及預期。

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。