

宏觀經濟

匯率還是房價，競爭力 or 泡沫？

發達股市回檔，商品價格普跌。上周美歐股市回檔，韓印港等新興市場股市漲跌互現，黃金石油及工業金屬價格普跌，國內股債繼跌。

美國就業穩定，加息板上釘釘。上周公佈的美國2月新增就業23.5萬，為過去半年的最高值，失業率略降至4.7%，就業資料向好為美聯儲3月加息提供了充足的理由，下周美聯儲加息的概率已經升至90%。而歐央行上調了今明兩年的經濟與通脹預測，稱降息的可能性下滑。上周美國EIA原油庫存大增，WTI油價重回50美元下方。

下游冷中游熱，關注庫存逆差。前兩月國內工業生產旺盛，鋼鐵、發電和重卡增速均創新高；而需求相對低迷，地產和汽車銷售增速均比去年4季度明顯回落，2月出口增速也再度負增；結果是庫存的顯著上升，無論PMI的原材料還是產成品庫存均升至2年高點。而進口增速遠高於出口增速，也使得2月貿易出現罕見的逆差。

滯脹風險未除，緊縮預期難消。2月CPI的大降和PPI的高增形成鮮明反差，恰好說明靠加杠桿舉債發展經濟的滯脹困局：

舉債加杠桿的地產和工業價格大漲，而債務增加侵蝕了居民收入，使得消費乏力、消費物價低迷。2月社融回落至1.35萬億，但前兩月社融依然超增，2月同業存單萬億發行意味著金融仍在加杠桿，季末首次MPA考核監管或全面從嚴，流動性仍面臨收縮壓力。

牛市有多遠？

①1990年來A股經歷了五輪牛熊震盪，牛市時間占比37%、平均持續19個月，熊市為20%、10個月，震盪市為43%、24個月。②這輪震盪市始於16年1月底，對比過去牛市的DDM分析，未來水牛難現，只可能有盈利牛，估值結構性高也要盈利消化，仍需要時間確認資料。③上半年是進二退一的震盪市，春季行情繼續，二維投資時代各領域精選細分方向，消費升級+主題週期+價值成長。

風險提示：經濟增速下滑超預期，通脹持續上升引發貨幣政策大幅收緊。

大市導航

資訊科技服務：電腦公司內質呈 U 型反轉，時間換空間

電腦公司內質和經營效率呈 U 型反轉。

在市場越來越關注內生增長的大背景下，我們不妨來探討下電腦行業目前的內生增速、目前的景氣度到底如何。

電腦公司內質和經營效率在提升。人均營業利潤（沒用淨利潤的原因是營業外收入包括補貼退稅等，對電腦公司淨利潤影響較大，約在 20%，不能反映經營效率），11-16 年分別為（萬/人）10.2、8.4、7.8、6.5、9.4、10.5，說明電腦公司的經營效率出現了 U 型反轉，電腦公司的內質在向好。

從 6 個月時長來看，我們認為配路電腦是有意義的。

從估值來看，目前電腦行業對應 17 年平均市盈率約在 36 倍，而對應 18 年已在 27 倍左右。目前是 3 月中，6 個月後是 9 月中，看明年估值的話，我們預計已經在歷史最底部。電腦個股隨著時間的推移將越來越安全。從長遠角度看，資訊技術創新帶動經濟升級和民生改善真正落地的大方向未變，行業正處於趨勢向上的黃金髮展期。因而，在這個位路上我們認為配路電腦是有意義的。

關注支付&消費金融、人工智慧和 IT 安全。

支付行業慢慢趨向規範健康快車道，消費金融預計 17 年進入放量增長階段，關注相關佈局公司（漲幅少的靠前），如新大陸、奧馬電器、二三四五等。人工智慧方面，政策推動趨勢明確，基礎設施標準建設和應用爆發在即，看好海康威視、科大訊飛、四維圖新、思創醫惠、佳都科技、遠方光電、東軟集團、景嘉微等。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，關注中科曙光、中國軟體、啟明星辰、浪潮資訊等龍頭企業。

風險提示：短期市場波動風險。

有色金屬：孜孜不倦說銅價：庫存高企怎麼了

最近市場對於基本金屬困擾最大的無疑是高企的銅庫存以及加息問題。關於加息的問題，我們認為：在長期低利率水準後的最初加息期，加息頻次越高，代表經濟越好，越有利銅價。對於庫存問題，分析如下：

全球銅庫存（LME+滬銅+COMEX）於 2002 年 4 月歷史最高點，當時合計庫存量在 150 萬噸以上；此後經歷大幅下降，2005 年 7 月全球庫存不到 10 萬噸，在經歷了 5 年銅牛市後，2010 年 3 月全球庫存超過 80 萬噸。過去三年，全球銅庫存基本維持在 40-65 萬噸區間，而且存在明顯季節性規律，

往往每年高點出現在3月中下旬，低點則出現在當年6月；比較合理的解釋應該是每年開春之際，下游企業和貿易商往往更加傾向於備貨以應對即將到來的消費旺季。2016年滬銅庫存量在3月18日達到當年最高點，接近40萬噸的高點，因此當前庫存量也屬於正常水準。

至於LME庫存和滬銅移倉問題，更多原因在於匯率波動。簡單計算進口銅成本，當前LME銅3月期貨價為5734美元/噸，LME現貨貼水15美金/噸，到岸採購溢價50美元/噸，按照6.9的匯率、17%增值稅和100元/噸的雜費，在不考慮運費情況下，進口價格簡單計算是 $(5734-15+50) * 6.9 * (1+17\%) + 100 = 46673$ 元/噸，而國內銅現貨價46180元/噸，單噸進口銅需多支付約500元的費用，因此全球銅礦更加傾向於往LME倉庫轉移。

因此，庫存問題簡單來說：當前庫存屬於正常水準，3月往往是每年的高點，而LME和滬銅的移倉情況受匯率影響大。

庫存為正常水準且趨於下降，加息很快靴子落地，兩大擔憂將一一緩和，那等待銅價更多的將是反彈行情。基本金屬看好以銅、鋁、鋅、錫、鎳的反彈，小金屬看好鈷、鈦價格。

風險提示：中國A股回檔風險導致估值下降。

新能源板塊：新能源汽車產業鏈景氣逐步向上

17年2月新能源汽車產銷資料回暖。中汽協資料，2月新能源汽車市場回暖，產銷分別完成1.79萬輛和1.76萬輛，同比分別增長15.5%、30.3%，較1月有明顯回升，但1-2月新能源車累計銷量同比仍為負增長。另據乘聯會資料，2月新能源乘用車銷售1.65萬輛，同環比分別增長64%、202%，增長較快主因是北京17年地補政策已於2月9日領先各地公佈，另北京市科委於2月24日決定：持有16年8月26日配額的第四批示範應用新能源乘用車指標的消費者，可延期至17年4月26日前辦理車輛購稅及機動車登記相關手續，解決了因前期政策真空期導致持乘用車配額指標待購的消費者“無車可買”問題，預計3月北京乘用車銷量將快速增長。疊加全年北京擁有乘用車配額指標6萬個，第一期搖號已於2月26日結束，4萬多指標已配額完成等因素，預計北京後續將為乘用車銷量增長助力。此外，3月後，隨著各省市地補政策逐步落地，行業整體銷量將再上新臺階。全年來看，我們判斷2季度好於1季度，下半年好於上半年，18年好於17年，當前時點為行業基本面底部區域。分車型來看，預計乘用車、物流車銷量將分別在3、4月逐步上量；而客車1.2倍補貼將呈常態化，仍具備較強經濟性；隨著後續積分政策的落地，行業將再添助力，預計行業全年銷量70萬輛。

投資建議。看好鈷產業鏈。政策底形成，三元滲透加速。個股關注格林美、道氏技術、杉杉股份、華友鈷業、洛陽鋁業、中礦資源、金川國際(2362.HK)、當升科技、合縱科技。

成本下降，利好終端。預計3月中旬後整車銷量將逐步提速，催化劑明確。物流車從0到1，仍是整車中增速最快的細分領域，個股關注中通客車、新海宜、方正電機、藍海華騰、合康變頻、大洋電機、匯川技術等。另儲能度電成本持續下降，市場醞釀爆發，中長期關注個股南都電源、杉杉股份等。

客車獲補能力超預期，磷酸鐵鋰成本下降，電池悲觀情緒修復。客車1.2倍補貼將呈常態化，獲補能力提升意味著整個產業鏈壓力下降，17年將新增幾十億的補貼蛋糕；成本下降部分對沖價格下降帶來的毛利損失，仍具較強盈利性，行業集中度將進一步提升，推薦龍頭國軒高科；三元成長性更明確，建議關注動力電池新銳億緯鋰能；北京乘用車銷量拐點確定，關注高能量密度Pack企業東方精工以及CATL國內鋰電設備供應商先導智慧。

最後，關注3月新能源汽車銷量、儲能度電成本降幅。

風險提示：政策不達預期；行業競爭加劇；行業過度擴產；產品價格波動。

傳媒：告別野蠻成長，新興消費迎產業大升級

影視：野蠻成長轉向結構優化，看好IP衍生、網劇和院線整合。影視產業包括電影、電視劇、綜藝節目、動畫等，其中電影和影視劇在影視市場的占比最大，約90%，2016年我國影視市場規模突破2000億元（影視劇、不包括衍生），我們預計2020年市場規模將超過5000億元，年複合增速為25%左右，在消費升級背景下，我們看好未來行業主要利潤來源的IP衍生品產業、新興管道驅動下的網劇產業、以及行業大整合下的院線行業的兼併重組，推薦產業龍頭標的慈文傳媒、萬達院線、美盛文化、完美世界。

體育：發展進入黃金期，關注“體育+”外延複合概念。“政府鼓勵+資本加碼+需求拉動”三維驅動增長，國內體育產業市場空間大，未來規模提升動力足。其中占比較高的體育外延產業因其本身產業的複合性，輻射面廣，變現容易，賺錢效應增強。關注體育外延複合概念，如體育旅遊、體育健康、體育+遊戲、體育+教育等。以“體育+”為契機，結合體育外延產業市場份額大、現金流穩定等優勢，積極尋求轉型機會。推薦標的：雷曼股份、星輝娛樂、雙象股份、三夫戶外、當代明誠。關注：國旅聯合。

教育：星星之火可以燎原，教育消費業態升級進行時。教育政策、法律政策、消費需求提升及互聯網時代教育傳播教學方法的改變等內外部因素共同促使著我國教育生態變革。我們預計行業集中度有望大幅度提高，資產證券化率將提高；素質教育領域、智慧教育領域，精英教育等需求預計將大規模打開，教育消費業態升級進行時。細分板塊上，我們看好幼教階段品牌連鎖運營機遇、職業教育向應用能力轉型機遇。相關標的：立思辰、盛通股份。關注中泰橋樑。

消費金融：藍海起航，完善風控保駕護航。近年消費對 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；同時，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。我們測算 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 萬億元，約占消費支出的 25%，市場格局有望更加市場化。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：業務開展不及預期；產業轉型不及預期；宏觀經濟下行風險。

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。