

2017年3月16日

銷售部 - 投資策略

## 大市導航

### 建材：供需兩端均超預期，水泥反彈有望延續

供給：環保高壓抑制產量釋放，期待去產能接力去產量。

京津冀及周邊地區水泥生產線錯峰限產基本將在2017年3月中旬結束，但持續的環保治理壓力或使得該區域水泥生產線難以完全復工，尤其是28個大氣污染傳輸通道城市所涉及的水泥生產線。

目前國內水泥行業供給端收縮仍主要源自錯峰限產以及環保治理所帶動的“去產量”，但長期來看產能過剩問題的解決有賴於真正的產能去化，內蒙古烏海水泥集團、遼寧水泥集團的成立/籌建對行業去產能的推進有著較為積極的意義。

若落後產能定義擴大，32.5等級水泥（包括32.5R）完全淘汰將有利於緩解水泥行業產能過剩壓力。若後續落後產能定義擴大至2000t/d及以下生產線，則全國水泥產能有望壓減約5%；若後續全國完全取消32.5標號水泥（包括32.5R），產能過剩程度有望削減約12.5%（單位水泥的熟料消耗量增加）。

需求：地產、基建投資超預期，水泥需求展望樂觀。水泥下游需求主要來自地產投資和基建投資，2017年1-2月地產、基建投資均超預期。從我們跟蹤的水泥龍頭企業近期出貨量來看，近期下游需求情況表現較好。作為水泥需求前瞻指標的房屋新開工面積增速提升明顯；在地產銷售增速持續高於投資增速的背景下，後續地產存在補庫存預期，水泥需求展望樂觀。

庫存：庫容比處歷史低位，提價基礎堅實。全國水泥庫容比歷史低位（59.3%），供給端受制於環保壓力無法全面釋放，而需求端表現積極，行業後續提價具備堅實基礎。

盈利：水泥盈利改善顯著，華北表現突。從盈利指標水泥煤炭價格差來看，截至3月10日全國均值同比增長45元/噸。分區域來看，華北（+82元/噸）、華東（+45元/噸）、中南（+55元/噸）、西南（+40元/噸）、東北（-2元/噸）、西北（+28元/噸），其中京津冀同比增加112元/噸，改善最為明顯。

投資策略：推薦冀東水泥（受益於京津冀污染傳輸通道持續限產，供給端釋放壓力小，前期前海人壽處罰事件導致股價回檔幅度較大）、華新水泥（兩湖地區錯峰生產帶來業績彈性）、海螺水泥（低PE龍頭）、西藏天路（西藏地區水泥持續供不應求）、天山股份（一帶一路、新疆地區固投規劃大幅增長）。

風險提示：煤炭等燃料成本上漲超預期；地產、基建投資增速超預期回落；供給收縮程度不達預期。

## 紡織與服裝：消費升級系列 I：時尚個性，“潮”服當興

潮服成為引領年輕人消費的新風向。潮牌——是融合了多種年輕人潮流文化元素的服飾類型，其發源於美國，後逐漸傳入日本，在裡原宿地區發展壯大。進入 21 世紀以來，潮牌逐漸突破美國及日本，向更廣泛的國家和地區傳播。潮牌擁有強調原創、符號化、規模小、跨界頻繁、品類相對單一、創始人個人特徵明顯等特點。經營模式上，一般採取向部分明星發放，引發潮流趨勢，再進行饑餓行銷；跨界合作、邀請明星月臺、潮流人物舉行活動等也是常用的行銷方式。銷售管道方面，主要通過買手店，品牌專賣店、網店等管道銷售。伴隨著“潮文化”的流行，潮牌也逐漸開始從小眾走向大眾，成為一股強有力的消費力量。

潮牌在國內發展迅速，滲透率日漸提升。潮牌的範圍較難界定，進入中國也相對較晚，缺少明確的市場規模數位。通過 I.T 在大陸地區的銷售粗略判斷，潮牌服飾在國內保持較快的增速。I.T 大陸地區 2008-2016 的 CAGR 高達 45%。儘管近兩年增速有所下滑，但仍保持約 15% 的增長水準。新一線城市研究所的資料顯示，北京為潮牌關注度最高的城市，潮牌的輻射半徑已經突破一線城市，向以成都、武漢等為代表的新一線城市轉移，目前潮牌在國內的受眾主要以男性為主，男女性對於潮流品牌的認知度存在較大差異。Vans、Supreme、New Balance 為國人關注度較高的品牌。同時，主打個性化、小眾化、蘊含各式潮流元素的服飾品牌也開始在電商平臺走紅，2014-2016 年線上潮牌商品消費額占比及淘寶平臺出售“潮牌”商品店鋪數量均保持穩健的增長趨勢。

潮牌在國內市場仍具有很大的提升空間。1) 社會形態的轉變伴隨著認知及消費理念的轉移，個性化、差異化、多元化的消費理念逐漸成為主流。2) 明星效應是潮牌引爆市場的一個關鍵因素。當今資訊爆炸時代，時尚潮流傳播曝光迅速，基於社交圈以及粉絲經濟由“明星作品”向“明星周邊產品”快速轉移。同時管道愈發扁平化，代購、海淘等方式促進國外小眾潮牌的銷售。3) 潮牌作為高街品牌，涉及了濃重的體育元素。當前體育產業正處蓬勃發展期，滑板、衝浪等與潮流文化關聯度較高的項目將納入 2020 東京奧運會，預計也將對潮牌在國內的發展形成催化。

建議關注：潮牌當興，通過整合海內外知名潮牌的 A 股上市公司將直接受益，建議關注精準投資優質標的，致力於打造中國高級時裝集團帝國的歌力思；產品“潮”化、設計驅動、“盡享時尚”的優質品牌服飾公司太平鳥；優質標的加持，大體育產業佈局領先的貴人鳥；擁有優質前端，善於行銷，在產品端逐漸發力，聯名知名設計師走近時尚的海瀾之家。

風險提示：終端銷售低迷、品牌發展不及預期、並購整合不及預期、盜版等。

## 石油化工：OPEC 2 月減產資料分析

3 月 14 日，OPEC 發佈《3 月原油市場報告》，2017 年 2 月全球原油供應較 1 月繼續減少 21 萬桶/日至 9588 萬桶/日，其中根據二手資料來源（secondary sources）顯示，OPEC 較 1 月產量水準繼續減產 14 萬桶/日至 3196 萬桶/日。

OPEC 產量資料來源不一，2 月減產力度存疑。OPEC 產量資料兩種來源：（1）各國政府官方直接資料（direct communication）；（2）根據市場上不同獨立資料來源得到的各國產量均值（secondary sources）。根據月報官方直接資料顯示，2 月份沙特產量較 1 月大幅回升至 1001.1 萬桶/日，減產力度較 1 月降低 26.3 萬

桶/日，但仍在減產額度以內。受此影響，除伊朗外的十個 OPEC 減產國家 2 月份總減產量為 72.1 萬桶/日，減產執行力度為 61.9%，相比 1 月份的 80.6 萬桶/日有所下降。而根據市場上的獨立資料來源顯示，2 月份以沙特為首的減產國家共減產 128.6 萬桶/日，減產執行力度超過 100%，較 1 月減產力度繼續增大。其中，沙特、伊拉克、阿聯酋和安哥拉減產力度最大，其較 1 月產量分別減少 6.81、6.20、3.69 和 1.82 萬桶/日。

上調非 OPEC 國家 2017 年原油產量預測。由於美國鑽機數持續增長以及加拿大油砂產量 2016 年 11-12 月大幅增長，月報上調非 OPEC 國家 2017 年原油產量預測，預計 2017 年非 OPEC 國家原油產量將比 2016 年增長 40 萬桶/日至 5774 萬桶/日（上月月報預測增長 24 萬桶/日），其中上調美國原油產量 10 萬桶/日，預計 2017 年同比增長 34 萬桶/日；上調加拿大產量 8.7 萬桶/日，預計 2017 年同比增長 26 萬桶/日。

上調 2017 年全球原油需求。月報上調 2017 年全球原油需求 7 萬桶/日，預計 2017 年全球原油需求達 9631 萬桶/日，同比增長 126 萬桶。原油需求上漲的最大動力主要來自以印度為首的其他亞洲地區，其次為中國和 OECD 美洲國家。原油需求上漲幅度大於供給，供需關係有望改善。

對於 2017 年油價，我們的觀點是：振幅收窄，震盪向上。我們認為 2017 年原油均價 55-60 美元/桶，較 2016 年有 20-30% 的漲幅。支持油價上漲的理由：（1）全球石油公司資本支出連續兩年下降將影響原油供應。2015 年上游資本支出下降 24%，2016 資本支出預計降幅在 20% 以上，上游投入連續下降將從 2017 年下半年開始影響原油產量。（2）OPEC 剩餘產能大幅下降。目前 OPEC 剩餘產能 1.7 億噸，較 2015 年下降 40% 以上。（3）美國葉岩油成本結構：成本在 40 美元/桶以下的葉岩油產量占 14%；成本在 40-60 美元/桶的葉岩油產量占 58%；成本在 60 以上的葉岩油產量占 28%。可見，美國大部分葉岩油產量的成本在 50 美元（或以上），油價上漲才是葉岩油複產的根本推動力。

重點關注上市公司：（1）低估值。華錦股份（煉化產業高景氣、彈性大）、恒逸石化（PTA 龍頭，價格彈性大）、新奧股份（天然氣產業鏈）。（2）高彈性。洲際油氣（純油氣開採）、通源石油（小市值民營油服、受益於北美油服市場復蘇）。

風險提示：原油減產協議執行後續乏力、原油價格回落、油氣開採資本支出繼續下降等。

## 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。