

宏觀經濟

三四線城市化：趨勢還是幻象？

1-2月三四線城市地產銷售火爆，部分城市人口流出略放緩，人均GDP接近10年前的一二線水準，共同引發市場猜想：

三四線能否複製一二線的城市化經驗，形成新的經濟增長點？但在我們看來，短期資料的改善並不意味著長期趨勢的形成，三四線城市化仍面臨三大挑戰，本報告中我們將作詳細分析。

人口能否集聚？從美國和日本城市化的經驗來看，人口持續向大城市區集聚。美國從1950年代以來，5萬-25萬人的都會區人口比重基本穩定；而100萬以上人口的都會區人口比重則從26%激增至56%。日本人口集中地區人口比重從1960年的43%上升至2010年的67%，人口持續向三大都市圈集聚，1973年後從向“三極”集中轉為向東京圈“一極”集中。

城市人口集聚服從Zipf定律，即國家內第N大城市的人口，是首位城市人口數量的 $1/N$ ，其含義是規模效應完全補償了邊際成本遞增，大城市的增長速度並不會比小城市慢。但Zipf定律在中國部分失效，原因在於限制人口流動造成的大城市人口增速過緩。人口普查資料顯示，中國人口向一二線集聚的趨勢仍未改變，東北等地區甚至出現三四線人口流出。

產業能否支撐？人口集聚本質上是產業的集聚，國際經驗表明，穩態下城市的經濟份額與人口份額之比應趨近於1。而中國經濟-人口份額比則是一二線高企，三四線平衡。4個一線城市的經濟-人口份額比均在2.0以上，大部分二線城市的經濟-人口份額比也都在1.0以上，預示未來仍將保持人口淨遷入。而反觀三四線城市，其經濟-人口份額比則徘徊在1.0左右，預示未來人口遷入遷出平衡。從企業部門看，中國優質企業在三四線城市的微乎其微。500強企業三四線占比僅10%，而A股上市公司中三四線企業僅占2%，三四線城市上市公司平均資產規模僅為一二線城市 $1/20$ 。從居民部門看，三四線城市的居民收入和個人所得稅也都要遠低於一二線。三四線城市平均人均收入只為一二線城市的一半。所得稅上一線已經有百億甚至突破千億規模，二線城市普遍停留在40-160億，而三四線城市平均僅為20億左右。

資源是否充沛？資源的分佈在城市間也極不均衡，優質資源在一二線城市廣為集中，而三四線城市資源有限甚至匱乏。教育資源上，一線城市的優勢突出。一線城市平均擁有62所普通高等學校，而三四線城市平均只有4所。人均教育資源的分佈依然極不均勻，北京、上海普通高中生師比分別為8和9，一二線城市集聚的江浙地區為10左右，但中西部地區普遍高企，江西高達17.5。而中國高等教育資源更是高度集中，京滬高校招生占比僅4%，但科研機構招生占比高達22%。

醫療資源上，大量優質資源向京滬集聚。一線城市擁有床位數是三四線城市的 5 倍。12 年以來，京滬三甲醫院數量占比穩步提升。對比各省人均醫療資源，北京每千人口執業醫師數接近 4，浙江接近 3，而中西部地區普遍在 2 左右甚至更低。

一二線城市同樣擁有交通資源的便利。一線城市實有道路的面積為 106 平方公里，約為三四線城市的 9 倍。一線城市平均擁有營運公共汽車 2 萬輛，計程車約為 4 萬輛，而三四線城市平均而言，只有 700 輛左右的營運公共汽車和 1700 輛左右的計程車，公共交通水準與一線城市具有顯著差異。

短期反彈 ≠ 長期趨勢。我們認為：1-2 月三四線城市地產銷售僅是短期反彈，高頻資料顯示 3 月已拐頭向下；三四線城市人口流出放緩持續性仍需觀察，與人口集聚之間仍有巨大的鴻溝；在解決人口、產業、資源三大難題前，三四線人均 GDP 料難達到當前一二線城市水準。畢竟，單項中微觀指標的短期改善並不能推導出宏觀經濟的改善，後者有賴於各項要素投入同等倍數的擴張。而三四線城市化或僅是一個美好的願景。

經濟高點出現，通脹拐點已現

海外：聯儲討論縮表。美聯儲上周公佈的 3 月會議紀要顯示，他們同意可能在今年晚些時候開始縮減其 4.5 萬億美元的資產負債表。但對縮表的速度及縮減至什麼規模等一些關鍵的問題還未決定。美聯儲“三號人物”杜德利預計 17 年底或 18 年初開始縮表。美國 3 月新增非農就業僅 9.8 萬，遠不如預期，但失業率創 10 年新低至 4.5%，顯示勞動力市場正在回歸更可持續的增長節奏。本次大跌，主因或是天氣大幅波動。

國內經濟：經濟高點出現。3 月 58 城地產銷量同比-21.4%，4 月上旬為-21%；其中 27 個三四線城市銷量同比-9%，4 月上旬降至-18%。3 月發電耗煤同比增速創 13 年 9 月以來新高至 18.4%，但 4 月上旬增速 14.3%，已降至 16 年 10 月水準。

3 月上中旬粗鋼產量同比增速 4%，較 1-2 月明顯下降。3 月經濟資料出現分化，下游地產、汽車增速明顯下滑，而中游發電、粗鋼產量增速好壞參半，進入 4 月以來地產銷量降幅仍大，而發電耗煤增速也開始走弱，疊加商品價格大幅回落，均意味著 1 季度經濟或是全年高點。

國內物價：PPI 見頂回落。上周豬價再跌，菜價跌幅收窄，食品價格繼續下跌。預測 3 月 CPI 食品價格環比-2%，CPI 同比仍在 1% 低位。預測 4 月 CPI 食品價格環比-0.6%，CPI 同比穩定在 1.1%。上周鋼價大跌，煤價小跌，生資價格連續兩周下跌。預測 3 月 PPI 環漲 0.3%，PPI 同比漲幅略降至 7.6%。預測 4 月 PPI 環降 0.5%，PPI 同比漲幅大降至 6.3%。本輪通脹預期緣於供給側改革減少工業品供給、居民政府加杠桿增加地產基建需求之下的商品價格大漲。但當前供需逆轉，本輪通脹預期或已經走到了拐點。

流動性：緊縮預期難消。上周 R007 均值降至 3.03%，R001 均值升至 2.54%。上周央行繼續暫停逆回購，逆回購到期 1000 億，淨回籠 1000 億。上周美元繼續反彈，在岸和離岸人民幣匯率仍在 6.9 左右。展望未來，我們認為很難再寬鬆，一是由於外占下降等原因，銀行超額準備金持續下降，我們測算 2 月的超儲率已降至 1.4% 的歷史最低值，而 3 月以來央行持續淨回籠資金，貨幣市場資金整體偏緊；二是在金融去杠杆的大背景下，CD 納入同業負債，MPA 從嚴監管等政策或隨時到來，也意味著貨幣緊縮預期很難消除。

國內政策：土地供應加強。上周習主席和特朗普總統在美國舉行會晤，雙方討論了中美總體關係，商定兩國高層交往計畫，宣佈建立外交安全對話、全面經濟對話等高等級對話機制。上周住建部和國土部共同發文，要求各地根據商品住房庫存消化週期，適時調整住宅用地供應規模、結構和時序。

穩中求進

中樞抬升的震盪市格局未變。市場中期格局是中樞抬升的震盪市，核心邏輯是基本面改善，這種震盪市好比春天，氣溫緩慢回升。回顧過去，16 年 1 月底 2638 點時我們提出熊市結束進入震盪市，16 年上半年上證綜指 2638-3100-2800 點，下半年 2800-3300-3000 點，半年時間震盪中樞抬升近 200 點，就是源於基本面改善，目前基本面改善的趨勢仍在延續。

3 月 PMI 指數為 51.8%，繼續小幅回升，連續 8 個月高於榮枯線。4 月再迎政策暖風，短期春意盎然。市場在 3 月份經歷了一些波折，如美聯儲加息、季末 MPA 考核導致的資金緊張等，目前這些短期利空都已經過去。4 月以來，政策暖風再次出現。4 月 6 日至 7 日，國家主席習近平在美國佛羅里達州海湖莊園同美國總統特朗普舉行會晤，4 月 1 日中共中央、國務院決定設立國家級新區雄安新區，此外，混改步伐再次加快。

未來仍要注意可能的“倒春寒”。借鑒歷次震盪市，2-3 季度是波折的敏感期。回顧近幾次震盪市，如 2010、2012、2013、2016 年，行情往往在年中出現波折。一季度和二季度前半段，通常基本面資料良好、政策面比較友好，行情整體可為，進入二季度後半段市場下跌，要麼源於資料變差，如 12 年，要麼源於政策變緊，如 10、13、16 年。當前巨集微觀基本面資料良好，4 月再迎政策暖風，短期春意盎然，行情向好繼續。當然，既然市場中期格局是中樞抬升的震盪市，類似春天，春天就會有倒春寒，未來關注政策面和資金面的擾動。

應對策略：步步為營。中期中樞抬升的震盪市沒變，主邏輯是盈利改善。經歷 3 月底季末資金面緊張衝擊後，4 月再次迎來政策暖風，習特會晤戰略上是正面積極的、雄安新區是增長新模式的改革探索、國改繼續推進，短期行情向好繼續。去年 12 月初轉向謹慎，1 月下旬 2 月初樂觀，短期仍保持積極，中期穩中求進，步步為營。借鑒 10、12、13、16 年，震盪市的擾動變數是資金面和政策面，2-3 季度是波折的敏感期，要麼源於資料變差，要麼源於政策變緊。未來跟蹤政策面和資金面的動態，如國內去杠杆、中美貿易等。A 股進入二維投資時代，主題週期+消費升級+價值成長，

配路上各領域選一線龍頭股，短期重視國改、一帶一路、高股息股，下半年重視金融。國改方面，3月底發改委會議強調抓好混改試點，儘快批復實施試點方案，4月5日聯通公告正在籌畫並推進開展與混改有關的重大事項。一帶一路方面，4月7日中國中鐵和中國電建公告稱簽署了印尼雅萬高鐵項目總承包合同，標誌著中國高鐵“走出去”再次取得重大進展。此外，高分紅股投資機會值得關注。

風險提示：經濟超預期下行風險，資金利率收緊風險。

大市導航

有色金屬：2 季度黃金偏震盪——附美元專題：長期頂部已現

2 季度金價走勢研判：以震盪為主。利空一：美國處於加息週期，加息仍為當前黃金最大利空。利空二：美二季度經濟習慣性走強。利空三：美加息促使其他經濟體收縮貨幣，流動性或趨緊。

利好一：特朗普政策加劇市場不穩定，提升避險需求。利好二：歐元區大選、英國脫歐進程持續開展，地緣政治風險猶存。

利好三：債務總額逼近 20 萬億上限，財政懸崖近在咫尺。重點關注近期美軍突襲敘利亞，地緣政治風險或再度點燃黃金避險需求，支撐金價。

技術分析：2 季度金價走勢或偏震盪。向上看：加息利空壓制金價上漲，反彈最大阻力位仍是 1300 美元/盎司關鍵整數點位元，需要配合“黑天鵝”小概率事件及戰爭等地緣政治風險才能有效突破。向下看：此前二月份金價回落至千二關口後迅速反彈，我們認為第一個阻力位將是 1200 美元/盎司點位。第二個阻力位我們判斷為 1120 美元/盎司點位，該點位是 2016 年的低點，集中了較多籌碼，且已接近黃金生產成本，突破該點位概率較小。

A 股投資：推薦山東黃金（停牌）：資源稟賦強，彈性強，收購海外礦山資源再升級。銀泰資源：收購埃爾拉多旗下中國境內金礦資產權益，新增黃金業務。盛達礦業：盈利能力出眾，資源豐富。金貴銀業：業績股價彈性均較強。剛泰控股：

收購義大利品牌，躋身奢侈品市場。金一文化：收購五大珠寶品牌，管道優勢明顯。

美元專題：美元長期頂部已現。1) 美元一般 5 年一個上升週期，10 年一個下降週期，本輪牛市始於 2012 年，預計可能將持續至 2017 年。2) 美國經濟難維持高速增長。第一，美國房地產持續向好空間小，恐難支撐經濟高增長。第二，美國經濟增長的發動機 IT 產業增速將放緩。第三，特朗普大興基建政策執行力存疑，短期內推升經濟無望。3) 美聯儲緊縮貨幣政策接近尾聲，且利好美元上升的邊際效應遞減。4) 歐洲經濟企穩復蘇，“黑天鵝”事件影響邊際效應遞減，歐元中长期平穩上升打壓美元。

美元潛在利好：1) 美國經濟持續超預期，加息疊加縮表，加碼貨幣緊縮政策；2) 歐元區潛在的系統性風險；3) 地緣政治風險。

風險提示：美國經濟持續復蘇；美聯儲連續加息。

紡織與服裝：政策鼓勵，再關注高股息率投資價值

政策鼓勵：監管擬要求企業履行分紅義務。3月31日證監會新聞發言人鄧舸在答記者問中提到要加強上市公司現金分紅，強化回報意識，對部分上市公司品質不過關、分紅不主動，回報股東意識淡薄的，證監會將進行研究並制定對付“鐵公雞”的硬措施，並提出將對具備分紅能力而不分紅的公司進行監管約談，督促相關上市公司控股股東切實履行責任，支持上市公司履行現金分紅義務。記者會同時提到在對公開發行證券設現金分紅條件的基礎上，將研究對非公開發行股票設現金分紅條件，強化監管約束。

理論支持：提高分紅有利提升企業價值。根據 Michael C. Jensen 對自由現金流的理論研究，企業內部現金超出正常經營所需部分可能導致無效投資，即公司的過度投資水準與自由現金流有顯著相關性；此後 Scott Richardson 的研究表明過度投資集中出現在高自由現金流的公司中，所以企業的高自由現金流可能導致過度投資、代理問題、以及企業價值降低等一系列反應。而制約過度投資的因素主要在 1) 債務融資和 2) 股利政策兩方面，其中在其他條件不變的情況下，提高股利分配可以降低未來過度投資的可能，從而提升公司價值。

歷史驗證：高股息策略有效。根據海通策略在專題《高股息策略長期有效麼？》、《分紅增厚，國企帶頭—從神華分紅說起》等報告中的闡述和對滬深 300 的驗證，長期高股息組合收益率遠大於低股息組合。在考慮股利再投資的情況下，2005 年-2015 年間高股息率組合（前 20%）年化收益率 25.92%，高於低股息率組合（後 20%）的 16.32%。

篩選潛在（高）分紅標的。截至 4 月 3 日，紡織服裝板塊已發佈年報及分紅預案的公司中，實現淨利潤合計 128 億元，合計分紅 50 億元，派息比例 39%。2013-15 年板塊派息率為 41%/41%/44%，2015 年股息率均值為 1.0%。通過篩選條件，我們建議關注三類組合。1) 歷史分紅次數少、未來有分紅可能的公司，如為江蘇陽光、常山股份；2) 自由現金流、未分配利潤為正，按淨現金/市值排序，可明顯提高分紅比例的公司，如七匹狼、航民股份。3) 股息率較高（股息率 >3%），並有望受益監管政策的公司，包括海瀾之家、魯泰 A、森馬服飾、雅戈爾、聯發股份、奧康國際和偉星股份。

風險提示：監管政策變動。

農業：農業 2017 年一季報業績前瞻：飼料業績增長明顯，養雞業績大幅下滑

剔除溫氏股份，海通農業重點公司業績增速在 17% 左右。67 家農業公司中已有 18 家發佈 2017 年一季度業績預告，預告中值之和為 24.84 億元，同比下降 38%。若剔除體量較大的溫氏股份，則中值之和同比增速為 9.9%。同時，我們對海通農業重點關注的 30 家公司進行了盈利預測，剔除溫氏股份後盈利增速為 17%。

飼料業績增長明顯，養雞業績大幅下滑。根據一季度雞價、豬價、糖價等走勢，以及我們跟蹤的飼料、種子企業銷量資料等，我們預計一季報業績增長最為確定的為飼料和制糖板塊，下滑最為明顯的為禽養殖板塊，而生豬養殖、疫苗、種子板塊個股業績有所分化。

1) 飼料：我們預計各家飼料企業 1、2 月份銷量同比增速在 20% 左右。預計一季度唐人神業績增速在 123%，海大集團、大北農、金新農增速都在 30-40%，禾豐牧業增速 24%，通威股份由於光伏業務全面並表，預計利潤在 2 億左右，大幅扭虧。

2) 制糖：一季度南寧白砂糖均價較去年同期增長近 30%，單噸增長近 1500 元，儘管噸糖甘蔗成本增加 500 元，我們判斷南糖與中糧糖業一季度業績都將大幅好轉，扭虧為盈。預計南糖實現微利，而中糧糖業淨利潤預計為 1.1 億元。

3) 禽養殖：一季度主產區雞苗均價僅 1.2 元/羽，遠低於 2.5 元/羽左右的平均成本，而父母代雞苗價格也從一月份的 70 元/套左右持續走低至 20 元/套。商品代苗價的低迷導致民和股份業績大幅下滑，預計虧損 9500 萬左右，而益生股份、聖農發展、仙壇股份業績下滑幅度也將在 50% 以上。

4) 畜養殖：今年以來豬價總體維持向下走勢，但一季度均價仍達 16 元/公斤以上，生豬養殖仍實現較好盈利。牧原股份出欄量的快速提升彌補價格下滑，預計利潤增速在 79%，其他個股業績有不同幅度下滑，預計溫氏股份-51%（主要因為禽業務虧損），正邦科技-39%。此外天邦股份雖出欄增速較快，但由於去年一季度處臈子公司獲得 2200 萬左右投資收益，今年業績也有所下滑。

5) 疫苗：疫苗企業一季度業績出現明顯分化，生物股份、瑞普生物增速在 30% 左右。普萊柯由於豬瘟、藍耳取消招標，加上去年同期獲得上市補貼 2000 多萬，今年一季度淨利潤預計下滑 20% 左右。

6) 種子：今年一季度玉米價格持續低位徘徊，購種延遲，玉米種子龍頭登海種業受此因素影響，預計一季度淨利潤下滑 63% 左右。而水稻龍頭隆平高科受益隆兩優、晶兩優等優勢品種放量，預計淨利潤增幅在 44% 左右。

風險提示。宏觀經濟下滑，農產品價格大幅下跌

鋼鐵：雄安新區年均耗鋼 150 萬噸

雄安新區比肩深圳、浦東，承接北京非首都功能。橫空出世的雄安新區被賦予“千年大計、國家大事”的戰略高度和歷史地位。起步區面積約 100 平方公里，中期發展區面積約 200 平方公里，遠期控制區面積約 2000 平方公里，與深圳相當。

假設雄安新區 10 年建成起步區，預計前十年年均耗鋼 150-200 萬噸。

按照人均耗鋼測算，雄安新區起步面積建成後每年耗鋼約 165 萬噸以下。上海內環人口密度約 3 萬/平方公里，北京東城西城最高 2 萬多/平方公里，雄安新區起步面積 100 平方公里，人口應該在 300 萬人以下，目前我國人均耗鋼約 550 公斤，雄安起步面積建成以後，每年耗鋼約 165 萬噸以下。當然這個除了樓房廠房新建以外，有一部分應該是原有存量鋼材消費隨著人口遷移而轉移過來的。

按照建築面積測算，雄安新區起步前十年年均耗鋼約 150 萬噸。參考陸家嘴，假設雄安起步面積容積率為 3，則起步 100 平方公里建築面積約 3 億平方米，每人有 100 平方米的住宅、辦公和公共設施。多層住宅、高層住宅和辦公樓每平方米耗鋼約 32-90 公斤，取 60 公斤，則累計耗鋼 1800 萬噸，十年建成，每年 180 萬噸。考慮部分縣城建築可能保留，前十年雄安新區年均建築鋼材耗鋼約 150 萬噸。雄安新區交通基礎設施良好，地處平原，基建不會消耗太多鋼材。

按照建成以後的 GDP 測算，雄安新區建設十年後年耗鋼約 200 萬噸左右。2016 年天津濱海新區 GDP 剛剛突破 1 萬億，深圳 1.93 萬億，前者在原有不錯的基礎上發展了 20 多年，後者在一無所有的基礎上發展近 40 年。2016 年我國每萬億 GDP 耗鋼約 950 萬噸，考慮到雄安可能不會著重發展重工業，因此這個係數可能較低，假設為 800 萬噸/萬億元，則發展前十年 GDP 實際複合增速 20%-35% 的區間對應新區建設十年後年耗鋼 109-354 萬噸，均值約在 200 萬噸左右。

雄安新區建設有望加快河北小鋼企的淘汰。雄安新區建設要求“綠色生態宜居”，對河北省的環保提出了更高的要求，有望加快河北小鋼企的淘汰。廊坊、保定、張家口三地 2000 萬噸以上的鋼鐵產能全部退出有望落實和提速。京津冀大氣污染治理措施也在不斷加碼。

建築鋼材和河北鋼企最受益。從受益品種來說，雄安新區建設前期建築鋼材最受益，而製造業用鋼不可測。從受益鋼企來說，河北的鋼企最受益。2016 年河北省粗鋼產量 19260 萬噸，150-200 萬噸的需求增量約占 1%，對二級市場主要是主題投資機會。在河北擁有建築鋼材產能的上市鋼企主要有河鋼股份和新興鑄管，建議關注；首鋼股份主要生產板材，短期利好小於建築鋼材生產商。

風險提示。新區建設不達預期；政策風險。

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。