

## 宏觀經濟

### 出口改善背後，且留一分清醒——兼談我國的貿易競爭力

一季度：貿易順差縮窄。2017年一季度我國進口額同比高增24.1%。一季度，上游生產旺盛、大宗價格上漲，導致我國原油和鐵礦石進口金額同比分別高增81%和98%。與此同時，我國3月出口也有明顯回升。但整體而言一季度4834.2億美元的出口規模仍低於2014、2015年同期水準。進口回升強勁而出口改善有限的結果，是貿易順差大幅縮窄，甚至一度逆差。3月雖然進口放緩、出口回升，但貿易順差僅239.3億美元，較去年同期縮窄，而整個一季度貿易順差為660.5億美元，同比下降40%。

橫向比：出口改善偏弱。國內漲價，拖累短期改善。2016年下半年以來全球貿易出現改善，然而我國的出口改善幅度卻不及日本、韓國、越南等其他經濟體。服裝(-4.7%)、紡織(-0.8%)、積體電路(-5.8%)和傢俱(-3.1%)的一季度出口額同比依然為負。2017年我國紡織原料購進價格同比加速上行到4.6%，PPIRM飆升至10%，上游過高的成本對出口形成拖累。產業轉移，考驗結構升級。一方面，東南亞國家對我國的勞動密集型產品出口形成替代和擠出，越南的紡織服裝出口金額2017年1-2月同比甚至在13%以上，遠超中國同期的出口增速。另一方面，日、德等製造業傳統強國的機械類出口復蘇強勁，依然佔據優勢。

競爭力：近期有所下滑。貿易條件下降，競爭力下滑。2016年開始我國的貿易條件快速下降，2016年8月就已降到1以下，2017年進一步降至0.93，雖然德、日、韓等國貿易條件也在下降，但下降幅度遠小於中國。而我國貿易競爭指數近半年以來下降了0.03。德國的貿易競爭力穩定，日本甚至小幅改善，韓國、越南等亞洲新興經濟雖然貿易競爭指數同樣下降，但降幅也小於我國。中美順差趨降，挑戰並未遠離。2016年美國5006億美元的貿易逆差，來自中國的就有3470億美元。中美兩國開啟“百日計畫”，就縮小兩國貿易的不平衡展開談判，未來中國對美國巨額順差的下降將不可避免。2016年4季度，我國貨物貿易順差較2015年4季度減少366億美元，經常帳戶差額僅有118.1億美元，是2011年2季度以來的最低水準。我國進入經常帳戶順差和資本及金融帳戶逆差的時代已有三年，外匯儲備也從4萬億的高位降至3萬億左右，因而經常帳戶差額的大降比以往更值得注意。

總結來說，雖然2016年下半年以來外需持續轉暖，但我國的出口競爭力和貿易條件卻是在下滑。與其他經濟體相比，我國出口的改善相對偏弱，而在外部壓力之下，我們認為今年的貿易順差很有可能較去年大幅縮窄。因此，在3月還算靚麗的進出口資料面前，出口競爭力的減弱和順差縮窄的現實，都提醒我們應當留一分清醒。

## 大市導航

### 有色金屬：電解鋁去產能力度加強，供給側改革繼續深化

國家 2010 年起開展過剩產能淘汰，工信部資料顯示，十二五期間，全國累計淘汰鋁冶煉產能 205 萬噸/年。行業去產能效果明顯，2016 年鋁價整體呈震盪上漲趨勢，供需格局的真實轉變是鋁價上漲的根基。

2013 年 6 月，工信部發佈《鋁行業規範條件》，從生產規模及外部條件、品質工藝和裝備、能源消耗、資源消耗及綜合利用、環境保護等方面，對電解鋁企業提出具體指標要求。根據現行鋁行業規範條件檔，2014-2016 年期間，工信部前後發佈三批符合《鋁行業規範條件》企業名單，涉及電解鋁生產廠家 64 家，涉及合規產能為 2965 萬噸。考慮到 2003 年之前的產能，合規產能與在產產能之間的差額達到 500 多萬噸。

目前合規企業名單中涉及雲鋁股份旗下 4 家生產企業，合規產能 120 萬噸，2003 年雲南鋁業電解鋁產量為 10.76 萬噸，2016 年母公司超短期融資券募集說明書披露 2015 電解鋁產能 112 萬噸，2016 年報披露生產鋁產品 124.8 萬噸。根據以上分析，我們認為雲鋁股份目前不存在不合規電解鋁產能。目前合規企業名單中涉及南山鋁業旗下 1 家生產企業，合規產能 68 萬噸，2003 年南山鋁業電解鋁產量為 6.9 萬噸，公司 2003 年之前獲得電解鋁批文 13.6 萬噸。母公司 2016 中期票據募集說明書披露鋁錠生產產能為 81.6 萬噸，公司 2016 年年報披露生產電解鋁 84.79 萬噸。根據以上分析，我們認為南山鋁業目前不存在不合規電解鋁產能。

2017 年初以來我國環保督察有日常化趨勢，目前“2+26”城市環保督察行動涉及電解鋁運行產能約 1240 萬噸，全國範圍內，工信部公佈的合規產能與運行產能之間差額達 500 多萬噸，這些受影響產能或將改變電解鋁市場供需，推高鋁價，故投資策略以電解鋁產能全部合規且產能未受環保督察影響的相關上市公司為主，建議關注：雲鋁股份，\*ST 神火，中孚實業，南山鋁業。

風險提示：供給側改革執行力度低於預期，環保督查力度低於預期。

### 資訊服務：新疆安防：AI 帶動產業騰飛，滲透率提升，空間廣闊

我們在 4 月 3 日發佈新疆安防深度研究報告《新疆安防產業的黃金時期，大投資帶來大發展》。我們進一步詳細梳理了新疆安防近一年的招投標情況，從橫向和縱向來分析新疆安防的強勁需求。

- 1、強需求：我們預計新疆安防市場百億市場空間有望在未來幾年集中釋放。
- 2、更智能：我們認為基於 AI 技術的前端設備和後臺系統有望成為標配，智慧化設備需求更強。

3、證實中：上市公司超預期高增長的季報（2017Q1 淨利潤，熙菱資訊增長 127%，立昂技術增長 260%）及逐步落地的大額訂單，需求邏輯逐步被驗證。

風險提示：（1）政策推行低於預期的風險；（2）安防投入低於預期的風險。

## 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。