

2017年05月11日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

通脹預期緩解，貨幣依然偏緊——4月物價資料點評

2017年5月10日，國家統計局公佈4月通脹資料，CPI同比微升至1.2%，仍處低位，PPI同比繼續回落至6.4%。我們的觀點是：通脹預期緩解，貨幣依然偏緊。

4月CPI仍低。4月CPI環比上漲0.1%，同比微升至1.2%，仍處低位，主因食品續降、而非食品上漲。受菜價、肉價拖累食品類價格環比繼續下降0.6%，同比跌幅小幅收窄至3.5%；旅行相關、醫療、房租等帶動非食品類價格環比上漲0.2%，同比繼續上升至2.4%。

5月CPI回升。進入5月以來，肉價、菜價續降，但由於去年同期食品價格跌幅較大，基數走低，預測5月CPI反彈至1.6%。

4月PPI續降。4月PPI環比由上漲轉為下降0.4%，同時基數攀升，同比繼續回落至6.4%。從行業來看，黑金冶煉加工、黑金采選、化學原料和製品價格均由升轉降，油氣開採、石油加工業價格降幅擴大；非金屬礦製品、有色采選、紡織等價格上升，煤炭采選業則由降轉升。

5月PPI或續降。5月以來鋼價穩定，煤價繼續大降，國際油價回落，預測5月PPI環比穩定，但基數走高，同比或繼續降至5.8%。

貨幣依然偏緊。4月以來經濟高位回落，PPI續降，CPI維持低位，通脹預期顯著緩解。但當前政策重心在於金融去杠杆、防風險，央行在2、3月份對存款類公司債權收縮近1萬億，我們估算3月末金融機構超儲率位於1.4%的歷史低位。央行4月投放適量貨幣穩定資金面後在5月初又快速回收，維持貨幣緊平衡的態度依然未變。

A股投資者的底牌：籌碼分佈剖析

核心結論：①自由流通股樣本，散戶、機構持股占比降0.8、0.7個百分點至43.6%、23.7%，法人升2個百分點至25.6%，國家隊穩定在5%。機構內部絕對收益資金占比繼續提升。②國家隊Q1未減倉，加金融、減消費。險資大幅加銀行。基金加消費、減TMT。QFII加食品旅遊、減汽車家電。③科技股籌碼分佈顯示散戶占比明顯高，金融股明顯偏向法人和機構。

整體持股結構：散戶占比繼續下降。（1）持股結構中，散戶占比繼續下降。與 16 年底相比，投資者結構最大的變化是散戶投資者占比在持續下降，由 16Q4 的 44.4% 降至 17Q1 的 43.6%。機構投資者（包括基金、保險、社保、私募、券商、R/QFII）占比也略有下降，17Q1 和 16Q4 分別為 23.7%、24.4%（按自由流通市值計）。一般法人的持股比例在上升，由 16Q4 的 23.6% 升至 17Q1 的 25.6%，這可能與限售股解禁較多有關。（2）14 年以來絕對收益投資規模大幅增長，絕對收益與相對收益資金規模比例從 14 年 6 月的 9:10 升至 17 年一季度 23:10。

國家隊：未減倉，加金融、減消費。（1）根據上市公司前十大流通股東統計，國家隊在 17Q1 持股市值為 10778.6 億，絕對值與 16Q4 的 10796.7 億基本持平，並沒有出現大幅減倉。從內部結構看，減倉主要發生在 5 只證金公司認購基金上，合計減倉 400 億，而證金公司和中央匯金資產管理公司反而加倉 204 億、140 億。（2）17Q1 國家隊主要增持銀行、非銀等大金融，減持醫藥、家電等大消費。持股偏好：大市值、低估值。

保險：倉位略下降，大幅增持銀行。17Q1 險資投資於股票和基金 1.8 萬億，占比較 16Q4 有所下降。險資偏愛金融地產，大幅增持銀行，減持地產、建築。持股偏好：大市值、低估值、高盈利能力。

公募基金：大幅增持消費，減持 TMT。（1）17Q1 普通股票型、偏股混合型、靈活配銜型（剔除掉打新基金）基金倉位分別為 86.6%、81.2%、67.0%，較 16 年 Q4 末分別持平、升 0.2、降 2 個百分點，整體倉位變動不大。17 年 Q1 基金重倉股中，主機板占比 56.1%，較 16 年 Q4 大幅上升 3.4 個百分點，目前與 14 年 Q2 水準接近。（2）17Q1 基金大幅增持消費，減持 TMT。對比 16Q4 基金重倉股行業分佈，占比明顯上升的行業有：食品飲料、電子、家電、電力及公用事業、建築等；明顯下降的行業有：基礎化工、電腦、農林牧漁、醫藥、通信等。

QFII：加食品旅遊、減汽車家電。QFII 更偏愛藍籌股，一季度增持最多的行業為食品飲料、餐飲旅遊、建材等，較 16Q4 分別上升 0.9、0.8、0.7 個百分點；減持最多的行業為汽車、家電、電子，較 16Q4 分別下降 1.5、0.9、0.7 個百分點。

各個板塊的籌碼都被誰拿了？科技股籌碼散戶拿最多，達 45.4%；金融股法人和機構拿最多，達 65.8%、19.5%。

風險提示：經濟增速下滑、貨幣政策趨緊、金融監管超預期。

大市導航

商業貿易：TJX:品牌產品+深度折扣，構建平價百貨“淘寶式購物”體驗

TJX 作為美國平價百貨龍頭企業，利用品牌產品+絕對低價的模式，為消費者提供淘寶式購物體驗，在全球百貨行業低迷、梅西等老牌百貨紛紛關閉門店之時，公司門店和銷售額仍然保持連續增長，其專注於品牌折扣品本身的商業邏輯值得我們思考和借鑒。

銷售逆勢增長，門店擴張同步進行。2016 年公司銷售額高達 332 億美元，連續 21 年實現銷售增長，自 2008 年金融危機之後，TJX 的同店銷售額實現了 32 個季度的連續增長，而在過去的 30 多年裡，僅有一年的可比門店銷售增長為負，2016 年公司坪效約為 4284 美元/平米。2016 年 TJX 全球門店 3812 家，營業面積總計約為 779 萬平米，在彭尼百貨和梅西百貨出現危機不斷關店時，公司 2016 年全年未關閉一家店鋪，並且新增門店近 200 家，並計畫 2017 年新擴門店近 1800 家。

大品牌保駕護航，低價格保障利潤。TJX 提供的大部分商品都是品牌產品，有些更是品牌特供，有效保障商品品質。目前，TJX 已成為拉爾夫·勞倫最大的銷售管道，同時旗下門店出售的產品包含華倫天倫、古馳、紀梵希、杜嘉班納 (D&G) 等高端奢侈品牌，蔻馳、MK 等輕奢鞋包品牌，雅詩蘭黛、SKII 等一線化妝品品牌。雖然提供的是大牌產品，但是 TJX 的價格遠低於同行，僅為商品原價的 20%-60%，即使和電商相比也有絕對的價格優勢。例如，原價 1000 美元的 D&G 連衣裙僅售 399.99 美元。在低價下仍能夠獲得較大毛利的原因在於強大的成本控制能力：（1）成熟的買手團隊和靈活的購買策略，大大降低了採購成本；（2）數量龐大的供應商和買斷式採購手段，有效增強公司的議價能力；（3）全面控制運營成本，有效提高零售效率等。

淘寶式購物體驗有效增加客戶流量。在品牌低價的基礎上，為消費者構建“淘寶式”的購物場景，通過小批量出售當季新品、較高存貨周轉等手段，TJX 進一步鞏固消費者進店尋寶的消費心理，強化消費者“機不可失，失不再來”的消費心理，使消費者始終保持對店內商品的新鮮感，實現客流的穩定增長。此外，TJX 旗下擁有多個子品牌，美國地區的家居服裝品牌 Marmaxx、家庭時尚品牌 HomeGoods、加拿大地區經營的 Winners、英國等地的 T.K.Maxx 等品牌因地制宜，以適應不同人群的購物需求。

TJX 和唯品會的異同比較。獨特的區域代理制度限制了企業的跨區採購，以及品牌折扣企業難以樹立良好的品牌形象，因而美國 TJX 的模式難以完全複製到中國市場。但 TJX 平價品牌折扣深受市場歡迎，2012 年在紐交所上市的唯品會因地制宜，巧妙借鑒了 TJX 的成功之處，開啟線上閃購模式，收入從 2009 年的 0.19 億元成長至 2016 年的 565.9 億元，年複合增長率高達 172%；淨利潤從成立之初的虧損轉為 2016 年盈利 20 億元，且至今已連續 17 個季度盈利，2013-2016 年淨利潤 CAGR 高達 86%；重複購買率也高達 80%。

TJX 與唯品會的相同之處在於：精選品牌、深度折扣、買手團隊、倉儲物流和場景構建等；不同之處在於：經營模式上，線上唯品會、線下 TJX，而採購方式上，唯品會未買斷商品所有權。唯品會

利用線上平臺巧妙的打破了地域分割現狀，模式更加適合中國國情。我們也期待，類似 TJX 這種真正實現“性價比+體驗”的商業模式也會在中國新零售背景下不斷湧現並迎來廣闊的發展空間。

風險提示：行業競爭加劇；門店擴張不及預期；成本控制難度加大。

資訊設備：外延與內生，景氣與估值

電腦行業正由移動互聯時代邁向智慧化時代轉型，過去的 16 年，行業利潤增速由 15 年的 17.1% 上升至 22%，這一方面是因為部分子行業處於高景氣週期，同時也顯示 15 年上半的並購高峰也為 16 年帶來了部分並表業績影響。從硬體、軟體、服務三個子板塊看，行業收入結構繼續向軟體轉型，同時在海康、大華等大體量安防公司帶動，以及部分基礎 IT、金融機具公司帶動下，硬體板塊增速相比 15 年的 9% 明顯回升。

智慧安防、IT 安全、智慧交通細分領域增速較高。從細分領域看，16 年智慧安防、IT 安全自主可控、以及智慧交通/地理資訊化公司增速較高，三個細分領域利潤增速分別為 26.2%、26.7% 和 23.9%，顯示出較高的景氣度和向好趨勢。這也與整個十三五國家對軌交、安防等基礎設施 IT 加大投入，以及對大資料戰略和相應的 IT 安全自主可控的重視和支持相匹配。業績：內生增長占比約 2/3，外延貢獻 1/3。16 年電腦行業純內生淨利增速達到 14.7%，相比 22% 的行業整體利潤增長，內生部分占比約為 66.8%，外延帶來的業績貢獻約為 33.2%。梳理 16 年內生高增長電腦公司可以發現，多集中于智慧安防、大資料/基礎 IT、資訊安全/自主可控，以及部分金融 IT/互聯網金融、金融機具方向。

從估值角度看，目前行業 PE 估值 35 倍（對應 17 年 wind 一致預測 eps），如果看 18 年 PE 估值在 27 倍左右，已經接近 10 年歷史底部位路。我們以推薦 big name 公司和二線優質成長為主。建議關注海康威視、大華股份、東軟集團、新大陸、華宇軟體、廣聯達、創意資訊、銀信科技等。

風險提示。短期市場波動風險。

有色金屬：電解鋁去產能工作穩步推進

電解鋁去產能工作穩步推進：2017 年 4 月，國家環保部決定對京津冀及周邊通道“2+26”城市展開為期一年的大氣污染防治強化督察工作。這是國家層面直接組織的最大規模行動。實施範圍涵蓋北京、天津，以及山東、山西、河南和河北的 26 個城市，簡稱“2+26”城市。計畫在冬季採暖季，以停產的電解槽數量計，電解鋁廠限產 30% 以上；以生產線計，氧化鋁企業限產 30%。據安泰科預計，該方案的實施將使電解鋁和氧化鋁產量減少約 90 萬噸和 190 萬噸。

據安泰科統計，中國電解鋁產能主要分佈在山東、新疆、內蒙古、河南等地。從 4 月至今，主要電解鋁產區陸續出臺相關政策，穩步推進電解鋁去產能工作。

4月15日新疆昌吉州人民政府發佈通知稱，決定停止3家企業違規在建電解鋁產能項目建設。4月27日，內蒙古出臺整改方案，通遼市政府已經責兩項未取得產能銜換指標的違規專案停產停建，落實產能銜換指標，在辦理產能銜換手續前，不得複產複建。4月26日河南省政府印發檔，要求對鋼鐵、電解鋁、水泥、平板玻璃、船舶等產能嚴重過剩行業的項目，不得備案新增產能項目。5月4日，山東省政府辦公廳發文表示要修訂並發佈安全、環保、能耗限額等領域的地方標準，倒逼重點行業過剩產能退出。5月10日，濱州發改委在其官網上公佈清理整頓電解鋁違法違規專案專項行動舉報電話。

風險提示：政策風險、電解鋁生產企業增產。

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。