

2017年05月15日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

債券非標萎縮，貸款依舊多增——4月金融資料點評

5月12日央行公佈2017年4月金融統計資料：4月新增社融1.39萬億，同比多增6133億；M2增速由3月的10.6%降至10.5%；當月金融機構貸款增加1.1萬億，同比多增5422億。我們的觀點是：債券非標萎縮，貸款依舊多增。

債券、非標大幅回落。4月新增社融總量1.39萬億，環比少增7000多億，同比多增6133億。其中對實體貸款新增1.08萬億，同比多增5164億；金融去杠杆壓縮非標增長，表外委託、信託貸款、票據融資僅新增1770億，大幅走弱；債市利率飆升令企業債淨融資仍維持在435億的低位。債券、非標銳減的情況下，信貸成為社融主要方式。

信貸同比高增。4月新增金融機構貸款1.1萬億，同比多增5422億。其中居民中長貸微降至4441億，增速仍不低，但地產銷售降溫以及監管趨嚴未來會繼續向房貸傳導；4月地方債對信貸衝擊減弱，再加上貸款對發債、非標形成一定替代效應，4月非居民中長貸增長5226億。

社會加政府融資回落。雖然4月份社會融資總量同比多增6133億，但4月份政府融資大幅萎縮、同比下降7187億，因而加總以後的社會加政府融資依然同比少增，而且是連續第二個月同比下降，總融資餘額增速也從上月的15.3%繼續下降至15%。

經濟增速趨降。本輪經濟反彈的重要原因是15年以來的債務路換和地產繁榮增加了實體融資需求，但今年以來債務路換大幅減量，而地產調控也日趨嚴厲，社會加政府融資持續萎縮，也意味著後續經濟增速將持續回落。

M2、M1增速續降。儘管貸款增速好於去年同期，但4月財政存款季節性回升，央行去杠杆收緊基礎貨幣，M2同比微降至10.5%。4月M1增速繼續回落至18.5%，主要是受地產銷售降溫、金融去杠杆影響，預計未來這一趨勢仍會延續。

貨幣維持緊平衡。4月以來經濟高位回落，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1萬億，3月末金融機構超儲率降至1.3%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不變。

真正的矛盾是結構

1.金融監管是誘導，結構性高估是內因

這輪下跌高估值、小市值公司是重災區。從指數來看，創業板指跌幅最大，接近 10%，上證綜指跌幅 8.5%，上證 50 跌幅僅 3%。不同行業和不同市值規模的公司之間表現差異同樣較大：一方面從 PE 和行業漲跌幅散點圖表現來看，高估值行業跌幅更大。PE 較高的機械、電腦、軍工等行業跌幅 14%以上，PE 相對較低保險、家電、銀行等板塊漲跌幅分別為 0.8%、-3.6%、-5.8%。另一方面小市值公司跌幅更大，40 億以下小市值公司下跌幅度平均在 20%左右，40 億-100 億市值區間的公司下跌幅度平均 13.5%，而 500 億以上市值公司平均跌幅不超過 4%，跑贏上證綜指和滬深 300 指數。

2.中期需要時間，短期反彈開始

中期看，第二波機會仍需等待，密切跟蹤政策和基本面變化。各家銀行將在 6 月 12 日前報送自查報告，督查、整改政策的執行情況仍需跟蹤，且 6 月中旬美聯儲有議息會議，年中資金面季節性緊張仍是個考驗。一季度高點後二季度經濟增長和企業盈利狀況到底如何，回落幅度多大需要確認。成交量、換手率等情緒指標也顯示市場需要些時間，對比 2016 年 1 月底以來幾次市場調整後的磨底階段，全部 A 股成交量都調整到 250 億股左右，換手率都降到 160%左右，最近一周成交量平均 320 億股，換手率 197%。

3.應對策略：優化結構

短期步入反彈，中期轉機仍需等待。市場的中期格局仍定性為震盪市，盈利改善對抗資金略緊，金融監管不是貨幣政策系統性收緊，宏觀背景類似於 2013 年。4 月 25 日中央政治局會議明確，堅持穩中求進工作總基調，確保不發生系統性金融風險，宏觀自上而下分析，系統性機會和風險都不大，考慮管理層調控，市場整體波幅可能處於歷史低位元，所謂系統收斂。

市場的核心矛盾是結構性高估，或者說結構性估值和盈利的不匹配，通過結構分化來消化，所謂結構發散。短期而言，監管基調柔化、個股跌幅中位數已達 15%，短期步入反彈期。中期轉機仍需時間，跟蹤後續監管政策落地情況、二季度巨集微觀資料。17 年盈利將步入 U 形底的右側，預計全年 A 股淨利潤同比 14%，ROE 回升到 10.1%。

優化結構，一線龍頭+金融股。金融股低估低配本質上原因是對宏觀經濟企穩沒信心，下半年只要經濟增長平穩，就會修復對金融股的預期，而且金融監管加強最終利於大銀行。

風險提示：經濟增速下滑、貨幣政策趨緊、通貨膨脹超預期。

大市導航

資訊科技服務：關於網路安全，不投機，只看龍頭，一切業績說話

事件：勒索病毒 Wannacry 全球爆發引關注。近日勒索軟體病毒 wannacry 席捲全球，至少 100 多個國家和地區上萬台電腦感染，成為除 APT 外頭號網路威脅。我國也是重災區，企業內網，各領域的 windows 主機、各種服務終端、伺服器受到感染，教育網受損尤為嚴重，大量教學終端、伺服器遭到破壞。

安全行業新需求、新業態、新環境，積極擁抱行業變革。根據賽門鐵克的統計，近年來勒索軟體威脅有明顯上升趨勢，甚至物聯網設備上也開始出現勒索軟體。一方面，IT 架構革新和攻防節奏加快，圍繞威脅情報的全新防護體系和攻防能力成為重點；另一方面，IT 架構雲化也使得新交付模式逐漸被需求和接受。我們看好那些行業內有深厚積累和品牌優勢，並且在新產品新技術以及新業務模式大力投入，積極擁抱行業變革的龍頭企業。

行業具備長期增長基礎，看好龍頭企業，業績說話。對於安全行業，市場目前的普遍觀點是事件驅動。我們認為，行業具備長期增長基礎，是未來中國大資料和資訊技術核心產業帶動經濟發展的重要保障，並且現在處於政策紅利釋放和技術變革驅動疊加的關鍵時點。行業整體增速在 25% 以上，高於電腦行業平均，同時整體板塊估值對應 17 年 PE 不到 35 倍。

無論是行業增長前景還是估值和增長的匹配性角度都值得給予充分關注。

投資建議：一切以業績說話，關注過去 3 年淨利潤年均增速 25% 以上的公司。資訊安全關注啟明星辰、綠盟科技、美亞柏科，自主可控關注中科曙光、浪潮資訊，新股建議關注格爾軟體。

風險提示。安全行業需求、相關公司業績增長不及預期。

有色金屬：看好估值低、高管增持等公司

連續疲弱行情後，板塊出現了三類個股，均值得重視和儲備。

一、實際控制人或高管增持：均看重投資價值，認為股價處於底部。建議關注：興業礦業、格林美、金誠信、錫業股份、中孚實業。按照近期跟蹤的公告披露，這個名單預計還會不斷增加。

二、定增價格倒掛：發行訴求強，偏好白馬公司。建議關注：中金嶺南、紫金礦業、明泰鋁業。

三、低估值個股：集中在加工股。可關注的標的有：鋁加工板塊：明泰鋁業、亞太科技、利源精製造、南山鋁業。銅加工板塊：海亮股份、博威合金。礦業股：興業礦業、雲海金屬、中金嶺南、碳酸鋰（天齊鋰業、贛鋒鋰業）。

此外，近期金屬價格異動：稀土價格繼續溫和上行，主流品種周度上漲 2-3%，核心原因在於收儲陸續落實，預計之後仍有上漲空間。碳酸鋰價格周度上漲約 3%，需求提振。鈷價周度跌幅約 5%，高位震盪，之後預計價格進一步上行，原因在於礦產端無法快速增產。基本金屬：等待共和黨基建的明確信號。

風險提示。中國 A 股回檔風險導致估值下降。

鋼鐵：旺季漸過 鋼股難為

經濟環境對鋼鐵不利。房地產調控力度較大，防範金融風險不斷收緊資金供給是長期趨勢。

4 月供給壓力仍大。4 月份和前 4 個月鋼材表觀消費量將增長 6% 左右，相比 2016 年鋼材需求僅僅維持零增長，凸顯今年供給壓力明顯。更為矚目的是重點鋼企產量明顯增長。去年 4 月份重點鋼企日均產量 170 萬噸，而今年四月約 184 萬噸，也就是說單單來自重點鋼企的實際產量增量年化就將達到近 5000 萬噸，說明即使淘汰了中頻爐地條鋼，有資格生產的企業也能彌補該缺口。

我們認為鋼鐵股後市仍不樂觀。鋼價大跌，鋼企盈利能力大幅下降，雖然螺紋盈利尚可，但獨木難支。我們預計，今年一季度業績是頂，二、三、四季度環比下降，因此鋼鐵股或將全年承壓。我們判斷，大盤經過暴跌有企穩跡象，預計鋼鐵股也將跟著反彈，但空間有限。

給予行業“中性”評級。

風險提示。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。