

宏觀

烏雲背後幸福線——週期性行業集中度測算與展望

庫存週期步入尾聲，新週期未見蹤影，週期性行業重歸沉積。但正如諺語所言，“每朵烏雲都有銀邊”，黑暗之中總有一絲光明。行業集中度正是週期性行業的“銀邊”。那些集中度保持高位、或持續上行的行業，將更有可能在龍頭的帶動下提升行業景氣度。那麼，當前各週期性行業集中度究竟處在怎樣的水準？哪些能夠在未來實現進一步提升？本報告中我們將作詳細分析和展望。

下游行業：汽車見頂回落，家電整體改善。汽車行業龍頭優勢顯著，集中度呈“倒U”型：16年上汽集團銷量占比23%，是第二名東風集團的1.5倍，CR2接近40%。過去5年間，汽車行業銷量集中度較為穩定，但各口徑下集中度均在14年見頂回落，CR2從40%降至38.4%，CR4從61%降至57.5%，CR10從89.7%降至88.3%。家電行業集中度整體改善：16年空調、LCD電視銷量CR2分別為55%、39.6%，兩強格局凸顯，冰箱、洗衣機CR4均在40%左右。從時間序列看，空調集中度略回落，冰箱、洗衣機U型回升，LCD電視邊際改善。

中游行業：鋼鐵化工回升，水泥持續向好，機械U型反彈。寶武合併令16年鋼鐵產量集中度反彈。鋼鐵行業產量集中度較低，過去4年連續下滑，16年因寶鋼、武鋼合併而回升，CR4、CR10分別為21.7%和35.9%。龍頭更替，水泥產能集中度持續上升。08年中國建材通過並購整合，取代海螺成為行業龍頭，兩者產能占比13.1%、9.8%。水泥行業集中度自05年以來持續上升，16年金隅、冀東合併助力集中度再上層樓，CR2、CR4、CR10分別升至33.4%、44.3%和59%。化工產量集中度穩中向好。龍頭企業擴張、小企業關閉停車，令氨綸行業產能集中度自13年見底回升，16年CR4、CR10分別升至47.4%和73.2%。粘膠行業同樣因龍頭擴產能而提升集中度，CR4從13年的38%升至16年的44.3%，CR10從67.4%升至69.3%。工程機械銷量集中度U型回升。以挖掘機為例，上一輪銷量集中度高點在07年，三大合資品牌占比48%，此後內資品牌份額持續擴大，三一重工占比從11年的11.2%升至16年的20%。而外資品牌占比保持穩定，全行業銷量集中度自13年見底回升，16年CR4升至47.4%，CR10升至86.9%。

上游行業：電力反彈待察，煤炭高位震盪。火電行業集中度13年見頂回落，17年初反彈。中國發電仍以火電為主，我們從發電耗煤角度考察火電行業集中度。六大發電集團耗煤占比（CR6）從13年9月15%的高位持續下滑至16年底的13.8%，17年3月底回升至14.0%，持續性仍待觀察。神華一枝獨秀，煤炭產量集中度低位反彈。煤炭行業產量集中度偏低，90家大型煤企占比不到70%。但龍頭企業神華占比12.6%，遠超第二名中煤的4%。15、16年煤炭產量集中度小幅震盪，但17年1季度回升並創下歷史新高，CR2、CR4、CR10分別為18.2%、26.4%和43.3%。

行業集中度提升：增量模式 VS 存量模式。週期性行業集中度提升有兩種模式。一是增量模式，通過出口拓展“做大蛋糕”，其過程中龍頭優勢得到強化。1973年日本經濟轉型後工程機械、電氣機械、汽車等行業正是通過從“進口替代”轉向“出口拓展”實現了行業景氣度的進一步提升。從出口拓展角度看，下游的家電、中游的化纖、粗鋼、機械等行業集中度具備上升潛力。二是存量模式，在需求萎縮的格局下，剩者為王，實現行業集中度的提升。路徑之一是企業間比拼成本控制能力，適者生存，高效率企業收購低效率企業，這有賴於行業高度市場化，而從行業自主並購角度看，電氣設備、家電、有色金屬、汽車、機械設備、化工、建

材等行業集中度仍具備上升潛力。路徑之二是由政府主導的僵屍行業並購整合，從而實現行業“瘦身健體”。目前看，這僅可能發生在鋼鐵、煤炭、電力行業。

“債券通”揚帆起航！

債券通此時推出有何意義？1) 標誌著中國資本帳戶加速開放，我國金融市場對外開放再下一城。債券通是繼“滬港通”、“深港通”之後，內地與香港之間的又一資產類別的互通機制，債券通的推出有望吸引更多境外資金投資於內地債券市場，可被視為資本帳戶開放的又一重要舉動。債券通的推出簡化了境外投資者進入銀行間債券市場的手續，長期來看有利於促進我國的評級、結算、清算等基礎設施與國際接軌，標誌著我國金融市場對外開放再下一城。2) 助力人民幣國際化。債券通的設立，從客觀上簡化了境外投資者投資銀行間債券市場的手續，為離岸人民幣回流境內增添新的管道，有利於啟動境外離岸人民幣市場，推動人民幣從計價貨幣、結算貨幣到儲備貨幣的演進，助力人民幣國際化進程。3) 鞏固香港作為國際金融中心的地位。香港的債市規模相對較小，存在“股強債弱”的缺點，債券通的設立，為境外資金在境外設置購買內地債券的平臺，同時也為香港的人民幣存款、海外資金提供了配置人民幣資產的新通道。同時，債券通以香港為連接節點，連接內地債券市場與境外投資者，鞏固了香港國際金融中心的地位。

債券通的主要實現方式：1) 接入：互聯互通“一點接入”。此前境外投資者參與內地銀行間債市，須委託具備國際結算業務能力的銀行間債券市場結算代理人完成備案、開戶等手續，時間較長且成本較高。而在債券通機制下，境外投資者可直接依靠內地與香港的基礎設施互聯和多級託管來“一點接入”內地銀行間債券市場。2) 交易：初期為機構做市。在交易流程上，境外投資者可以與做市商開展請求報價方式的銀行間現券買賣，該模式有效降低了境外投資者的交易對手方風險。與此前依靠結算代理銀行單一報價進行交易相比，債券通的交易機制更有利於價格發現。3) 託管結算：多級託管模式。在資金託管方面，境外投資者通過債券通投資內地銀行間債券市場，採用多級託管模式，上海清算所為總登記託管機構，CMU為次級託管機構。在結算安排方面，境外投資者可直接通過CMU進行開戶手續辦理和合規審核，並通過CMU在中央結算公司和上海清算所開立的帳戶進行結算。境外投資者需要在中央結算公司、上海清算所開立名義持有人帳戶，採取全額清算、逐筆、DVP（券款對付）結算。

債券通VS滬港通。債券通與滬港通同為內地資本市場開放的重要手段，先期開通的“北向通”與“滬股通”兩者在機制設計上有頗多相似之處，例如，均通過內地與香港基礎設施機構的互聯互通來實現交易、結算。我們從參與者、投資範圍、交易流程、結算託管要求等方面對債券通和滬港通進行了簡要對比。考慮到滬港通從獲得批復到正式開通共歷時7個月，我們認為債券通有望於年內正式啟動。

“債券通”影響幾何？

- 1) 長期來看增量資金可期。目前境外投資者投資境內債市的規模約8300億元，占我國債券市場的1.9%，遠低於發達經濟國家和其他新興市場經濟體，未來有很大的增長空間。隨著人民幣加入SDR以及未來人民幣債券納入國際債券指數，人民幣債券在國際市場上的需求將會顯著增加，長期來看或可帶來數千億美元的新增資金。
- 2) 預計仍以利率債為主。當前境外機構債券持倉中90%以上為利率債，“債券通”落地後，預計引入外資在配置上仍以利率債為主；信用債可能會偏好高等級或有國際評級的債券，這有助於推動國內評級體系與國際標準接軌。

- 3) 短期影響有限。目前境外機構對人民幣債券較謹慎，今年1季度境外機構減持境內債券約225億元。匯率風險是影響境外機構投資的重要因素，人民幣匯率雖已企穩，但貶值預期仍在。此外，美國加息預期下中美債券利差或將縮窄；同時境內債市持續調整，境外機構缺乏入場信心。短期內“債券通”影響有限。
- 4) 先北後南為哪般。之所以“先北後南”，我們認為主要與香港債券市場的複雜性和資本外流風險有關。與股市相比，香港債券市場起步較晚，規模較小且以場外市場為主，多數企業發行的非港幣債券不在CMU系統託管，“南向通”落地起來有一定難度。此外，“南向通”落地還可能給境內帶來資本外流風險，雖然今年人民幣匯率趨穩，但資本外流壓力仍然存在，資本項目開放政策以及會延續寬進嚴出的風格，以吸引境外資金流入為主。
- 5) 南向通值得期待！香港債市對境內投資者具有較大吸引力，除了可以購買到票息較高的債券，還能夠進行美元資產的投資。但目前內地投資者可以投資境外債券市場的管道不多，只能通過QDII和RQDII投資境外債券市場，主要方式是購買基金，不能自主擇券和選擇買賣時機。“南向通”的落地將會給內地投資者一個投資境外資產的管道。

實體經濟觀察：經濟仍疲弱，尋找確定性

5月以來經濟依然疲弱：終端需求中，地產銷量跌幅基本持平，乘用車銷量批發略改善但零售轉差；工業生產中，上旬粗鋼產量增速明顯回落，發電耗煤增速下滑幾成定局。從價格上看，工業品價格整體漲少跌多。而當前經濟的不確定性也明顯升溫，主要體現在三個方面：一是貨幣緊縮的風險；二是金融監管的風險；三是地產調控的風險。但依然可以在一片不確定性當中尋找到三條確定的線索：一是政府推進的一帶一路、雄安新區仍將受到政策支撐；二是消費和服務業受地產調控和貨幣收縮的影響相對較小；三是在經濟下行階段，行業龍頭受到的影響相對較小。

需求：下游地產、乘用車仍弱，家電分化，文娛尚可。中游鋼鐵、水泥平穩，化工走弱。上游煤炭弱，有色尚可，交運弱。

價格：4月70城房價同比降，環比平。上周國內生產資料價格漲跌互現，國際原油價格反彈。

庫存：下游地產、乘用車升。中游鋼企、水泥去化。上游煤炭升，有色分化。

下游行業：地產：5月中旬64城地產銷量下滑，上周百城土地成交大跌。乘用車：4月經銷商庫存高企，5月前三周乘用車批零仍偏弱。家電：4月白電出口增速全線下滑，產量增速漲少跌多。文體娛樂：上周電影票房繼續下滑，同比增速仍處高位。

中游行業：鋼鐵：5月上旬粗鋼產量增速降，上周鋼價漲，社會庫存去化。水泥：上周全國水泥均價微漲，庫容比小幅回落、仍處低位。化工：上周PTA產業鏈產品價格反彈，負荷率漲跌互現。電力：5月中、下旬發電耗煤增速略反彈，但5月增速整體下滑。

上游行業和交運：煤炭：上周煤價繼續回落，電廠庫存天數升，鋼廠庫存天數升。有色：上周銅、鋁價格續升，銅庫存上行，鋁庫存再降。大宗商品：上周原油價格繼續反彈，CRB升，美元指數回落。交通運輸：4月貨運量增速降，上周RPK升，BDI降，CCFI升。

風險提示：經濟下行，利率快速上升。

策略

股權質押必須瞭解的三大點

核心結論：①創業板、中小板、主機板質押率一般為30%、40%、50%，警戒線、平倉線為160%、140%。②截止2017/5/24，質押餘額為3.97萬億元，創業板、中小板、主機板占16%、34%、50%，質押主體券商、銀行、信託占53%、18%、12%。③目前平倉線以下股權質押市值為3733億元，其中大部分早已補保證金，最近一周跌破平倉線市值為238億元，補足保證金需61億元。

股權質押的基本概念。①股權質押的三大要點：質押率、平倉線和警戒線。在實務操作中，出質人的股權質押融資額=質押股票市值*質押率，其中主機板、中小板、創業板質押率分別為50%~55%、40%~45%、30%~35%，質押率隨交易期限、是否為限售股等情況變化而不同。質押方還設立警戒線和平倉線，警戒線（質押股票市值/質押融資額）一般為150%~170%，平倉線（質押股票市值/質押融資額）一般為130%~150%，部分較為激進的券商警戒線、平倉線達甚至設置為140%、120%。②由於質押率較低，中小創股票更難跌破警戒線和平倉線。按照警戒線為160%，平倉線為140%，主機板、中小板、創業板公司股票的質押率保守計分別為50%、40%、30%。從質押日起，主機板、中小板、創業板股票需分別下跌20%、36%、52%才會達到警戒線，分別下跌30%、44%、58%才會跌破平倉線。

股權質押的規模和結構。截止2017/5/24，當前A股質押股權市值規模為3.97萬億元，占A股總市值的7.2%。①從質押期限看，期間為0-1年、1-2年、2-3年、3年以上的股權質押規模占比分別為19.7%、39.3%、39.3%、9.0%。②從板塊分佈看，創業板、中小板、主機板的質押股權規模分別為0.64、1.36、1.97萬億元，分別占質押股權規模的16.1%、34.3%、49.6%。③從質押比例看，質押股本占總股本比例為0-5%、5%-10%、10%-15%、15%-20%、20%以上的質押股權規模分別為2.02、1.09、0.44、0.20、0.22萬億元，分別占質押股權規模的50.9%、27.5%、11.0%、4.9%、5.7%。④從質押方類型看，股權質押業務的質押方主要包括證券公司、銀行、信託公司、其他，其對應的質押股權規模分別為2.11、0.72、0.49、0.65萬億元，分別占質押股權規模的53.1%、18.2%、12.4%、16.3%。

股權質押的平倉壓力。①理論上當前在平倉線以下累計股權質押市值為3733億元。在A股質押股權中，跌破平倉線、達到警戒線而未跌破平倉線、警戒線以上0~10%內質押股權規模分別為3733、3184、1958億元。②最近一周跌破平倉線的質押股權市值為238億元，補足保證金需61億元。在實務中，在質押股權跌破平倉線後，質押方將要求出質人在隔日收盤前追加擔保品或保證金，80%的客戶一般採取追加保證金補倉，從而不會對外公告，如遇到難以補充保證金的情形，一般場外抵押和其他擔保等方式解決。在當前跌破平倉線質押股權的基礎上，我們進一步剔除最近一周最高收盤價低於平倉價的個股，我們認為這些股票早已達到跌破平倉線的狀態，並已追繳保證金，如此可測算最近一周跌破平倉線質押股權規模總計為238億元，其所屬創業板、中小板、主機板規模分別為31、49、159億元。按照補足保證金至解禁線水準，那麼需補充保證金61億元，創業板、中小板、主機板分別需補充8.7、17.4、34.5億元。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、市場波動風險。

我們為何堅定看好金融？

我們看好金融的核心邏輯是：第一，低估，銀行和非銀金融PE和PB均處於歷史低位。第二，低配，公募基金對金融的配置比例處於歷史低位。第三，市場對經濟形勢和去杠杆預期已經很悲觀，穩中求進基調下，基本面最終平穩或將修復悲觀預期。

對投資者兩大疑慮的解釋：第一，金融市值太大炒不起來？金融成交占比降到5%的歷史低位，龍頭公司股東數持續下降，其實盤子很輕。第二，國家隊會拋售金融嗎？2016年以來國家隊持有金融的比例從未下降，反而略有上升。

風險提示：經濟下行，國內改革不達預期。

期貨策略：市場築底回暖，期貨重回商品屬性

全球經濟復蘇，走出全球金融危機後的調整期。我們認為短期走過拐點，中期將進入新一輪增長週期。理由：一是主要經濟體的通貨膨脹率和失業率正在接近貨幣政策雙目標，二是全球經濟復蘇進程加快，三是科技產業面臨新突破。

聯儲加息週期預計抑制貴金屬，利多原油與有色。聯儲加息往往建立在經濟穩健增長的基礎上。規律上看，加息週期中，工業品銅、鋁、原油價格全部上漲，而貴金屬則明顯受到抑制。

預計2017年經濟前高後低。我們認為2017年下半年補存貨週期應已結束，地產投資或面臨大幅下滑，去杠杆將傳導到實體經濟，經濟下行風險加大。

二季度已進入被動補庫存階段。中國的庫存波動主要來自於投資需求。上游週期品庫存的劇烈波動對於庫存週期的影響顯著。本輪主動補庫存週期已持續9個月，4月PMI產成品庫存上行，疊加需求端4月PMI及新訂單指數都已經拐頭往下，被動補庫存開啟。

期指弱勢尋底。市場分化明顯，“一九”現象嚴重，機構抱團取暖。金融監管升級，尤其是停止通道業務，加大了資金兌現的壓力。從期指持倉看，IH與IF呈現淨多，而IC呈現淨空，我們認為短期多IH空IC仍是有效套利策略。

鋼市走勢震盪偏強。一方面“地條鋼”專項督查，滬市線螺採購維持高位。另一方面6月需求或將逐步轉淡，疊加金融監管加強及房地產調控升級引發的悲觀預期，預計將導致鋼市震盪偏強。需求淡季削弱鐵礦石需求，礦價震盪偏弱。而焦炭庫存高企，預計下行壓力加大。

銅市維持弱勢。當前全球銅精礦產出基本恢復正常，銅礦供應端的恢復將使得銅市供應壓力再度襲來。在宏觀面偏空的背景下，銅市基本面仍缺乏利好因素。

橡膠中期震盪。上游供給壓力不斷加大，短期供應暫無利多同時輪胎開工率下降，基本面有下行趨勢，我們預計滬膠短期將維持震盪偏弱走勢，中長期築底回暖可期。

股債期集體跌破年線，經濟遭遇季度拐點、旺季結束等利空因素逐漸消化，金融監管升級對市場壓力尚待釋放。我們預計，大跌之後，期指向下尋找支撐可能性較大；而商品期貨預計逐漸回暖，市場重回商品屬性，中期寬幅震盪的可能性較大。

風險提示：警惕夏季需求走弱，金融違規事件不斷爆出，經濟下行壓力加大。

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。