

宏觀

美國復蘇背後：也得看地產大宗！

去年三季度，美國GDP增速創下兩年來最高紀錄，但今年一季度GDP增速卻大幅下降，近期非農、工資、通脹資料也不斷走低。在失業率顯示充分就業的背景下，為何美國工資和通脹資料卻在走弱呢？美國經濟到底怎麼樣？影響近期經濟走勢的主要因素是什麼？這些因素能否持續？

需求端：消費邊際走弱，週期行業發力。油價升汽車降，消費作用減弱。從去年二季度起，美國消費增速連續三個季度在3%以上，是GDP增長的有力支撐。但今年1季度消費增速卻大幅下滑到0.6%，為2010年以來的最低點。從各分項來看，油價反彈、利率回升，機動車消費高位回落，1月和3月增速甚至下降到-42.4%和-36.9%；受租房和交通類的影響，服務消費環比增速也有下降，但影響可能主要來自天氣和季節因素。隨著短期偶然因素的消除，預計二季度總消費增速會有所回升。地產大宗走強，投資整體回升。自去年三季度以來，美國私人部門投資就在迅速回升，環比折年增速連續三個季度超過3%。庫存投資在連續發力後，今年一季度有所回落，但固定資產投資大幅攀升。隨著房地產和大宗商品市場的緩慢復蘇，美國住宅和採掘業固定資產投資觸底反彈，支撐了投資的高增長。

生產端：採掘建築反彈，邊際改善最大。去年三、四季度美國私人部門總產出環比折年增速分別達到2.85%和3.34%（今年一季度資料仍未公佈）。第二產業中採掘業改善最大，環比折年增速由負轉正，直接升至8.2%；其次是建築業，也增長了3.8%；製造業產出增速相對較低，為2.1%。服務業整體也在增長，去年四季度零售、教育健康、批發、文娛酒店業產出分別增長8.0%、6.9%、6.7%和5.5%。此外，上遊行業的產能利用率也大幅提高，去年下半年以來，美國採掘業產能利用率提高7.2%，木製品提高4.7%，石油煤炭製品、非金屬礦、金屬加工等與大宗商品相關行業提高幅度也位元於前列。

就業雖近充分，收入增長乏力。雖然美國5月非農新增就業僅有13.8萬人，但失業率降到了4.3%，這說明如果不考慮勞動力的退出狀況，美國經濟已經接近充分就業狀態。但隨著油價環比增長乏力、基數攀升，通脹開始走弱，PCE物價同比在4月降至1.7%，核心PCE同比也降至1.5%，為近兩年的最低水準。與此同時，如果將通脹因素剔除，勞動者實際工資增速從去年三季度以來反而是下降的。這些現象的背後是美國勞動參與率大幅降低，除了人口老齡化、受教育年限增加等結構性因素外，經濟不景氣也使得一部分勞動年齡的人口退出了勞動力大軍，例如5月失業率的降低主要來自勞動參與率下降。所以表現出美國失業率新低，而工資、消費、通脹資料不夠強勁。

未來還是看川普！往前看，有三個因素對美國經濟走勢的邊際影響會比較大。第一是大宗商品走勢。近期美國經濟復蘇中邊際上改善最明顯的是採掘業、大宗商品相關的製造業領域。但年初以來，全球大宗商品價格增速回落，預計未來對美國經濟的帶動作用也會減弱。第二是房地產市場。剔除通脹增長後，當前美國房地產實際價格水準並不高，而且房屋空置率、房貸違約率、庫存水平均處於歷史低位，預計未來房地產對經濟仍會有帶動作用。第三是川普政策的推行，這也是最重要的。勞動參與率低、生產率增長緩慢是困擾美國經濟復蘇的長期問題。如果川普的減稅、基建政策能夠實施，會對經濟、就業起到一定的刺激作用。但當前川普政策的推行困難重重，具體落實多少依然存在較大的不確定性。

策略

開啟多頭思維

①主要邏輯：4月來市場跌源于金融監管引起的資金緊張，6月有望成為政策和資金的轉折期，之後中報數據確認盈利保持較高增長、改革推進，市場環境有望改善。

②最近幾天利好頻現，6月6日央行進行了4980億MLF操作，國資委表示繼續推進央企重組。此外，截止上週末測算偏股混合型基金倉位跌破80%，說明投資者對利空因素反應已較充分。

③中期業績為王的風格不變，持有一線價值股，看好二線價值成長和國企改革。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

行業點評

傳媒：手遊邁入新階段：精品化時代的龍頭盛宴

我們有別於市場的認識：遊戲已不僅是一種娛樂方式，手遊的崛起讓遊戲演變為人們日常的“休閒+社交”行為，優質產品即入口和平臺；手遊走向精品化，產品的生命週期將會不斷延長，而不是越來越短；端游、頁游轉手遊的IP紅利仍在持續，對已經實現IP轉化的公司未來持續發展保持樂觀；買量模式體現了公司獲取低成本用戶的行銷和管理能力，產品仍為本；不必對騰訊、網易過分擔憂，內容永遠無法壟斷，A股龍頭依託“優質產品+精細運營”迅速實現卡位。

手遊景氣度依舊、行業增速強勁，估值與增速反差帶來確定投資機會。傳媒行業各子板塊中，遊戲景氣度最佳，行業整體需求旺盛，增速也最為強勁。2016年移動遊戲市場銷售收入為819億元，同比增長59%，2017年Q1移動遊戲市場實際銷售收入達275億元，同比增長56%。公司層面，A股遊戲類公司2016年和2017年Q1業績改善明顯，重點關注的23家遊戲公司年報、一季報歸母淨利同比增速分別為73%和88%，如今遊戲台塊估值已在歷史底部區間，龍頭公司估值優勢明顯。

內容研發：基礎設施完善推動手遊走向精品化和重度化，端游、頁遊的IP紅利仍在持續。4G滲透率的提高和移動支付的快速普及為手遊市場帶來了基礎設施紅利，手遊因此逐漸走向重度化，用戶付費率也有所提升。近年來手遊增速較快，端遊產品轉手遊產品成效顯著，精品頁遊轉手遊方興未艾，IP紅利仍持續。

推廣運營：買量推廣享受使用者獲取紅利，頭部產品帶來流量運營新高度。遊戲作為內容產品的一種，優質精良的製作是其根本，但遊戲公測前期的推廣行銷仍然十分重要。遊戲行銷中，前期的“買量”的硬推廣往往比“口碑行銷”更直接更精準，通過購買各種管道的推薦位、刷榜，以增加下載量，刺激用戶消費。三七互娛《永恆紀元》“買量模式”的成功，帶來了流量運營的新標杆。

騰訊、網易的成長歷程對A股龍頭極具借鑒意義。網易和騰訊是國內遊戲行業的龍頭，二者共佔據超7成的市場份額，網易擁有業內最優秀的產品研發能力，能夠不斷推出深受年輕人喜歡的爆款產品。騰訊則是憑藉著強大的平臺流量資源，在遊戲發行方面無出其右。騰訊網易市值快速成長的過程也正是現在A股龍頭所經歷

的階段，通過“優質產品+精細運營”來迅速實現卡位元，未來在模式創新、細分領域以及遊戲出海等領域將有更廣闊的發展空間。

選股邏輯和標的推薦。推薦優質IP內容儲備（IP產品矩陣或精耕細分領域小而美公司）+出眾的產品推廣能力（質量推廣或口碑行銷）+長週期產品運營能力的遊戲公司。推薦：完美世界、三七互娛、遊族網路、中文傳媒。

風險提示。遊戲行業增速下滑，產品不及預期，政策風險，行業競爭趨於激烈。

紡織與服裝：新零售系列I——小米生態鏈：不僅是流量源，更深度改造供應鏈

傳統零售體系痛點頻發，新零售先鋒帶來模式變革。1) 需求端來看，傳統電商管道產品海量，品質參差不齊、篩選困難，而小而美品牌難以從流量生態的模式中突圍。傳統線下零售效率低下，層層加價造成國產消費品性價比較低。2) 從供給端來看，多年國際大牌代工經歷，成就了優質加工力，而伴隨著產能轉移，優質製造商尋找新出口，期待向附加值更高的ODM/OBM轉型。3) 政策角度，國務院發文要求，開展改善消費品供應轉向行動，工匠精神提升至政策層面。

基於以上背景，一批以互聯網思維為指導，通過流量源頭與供應鏈直接對接，實現產業鏈與價值鏈重構，提升傳統零售效率，倒逼傳統行業升級的新零售先鋒興起。代表企業包括小米打造的生態鏈體系、網易嚴選、必要商城、中國質造等。我們將通過系列報告，詳解新零售的先鋒企業。

小米生態鏈成績斐然，體系框架趨於完善。小米生態鏈是指小米通過參股形成的，以小米為中心，涵蓋手機周邊、智慧硬體、生活方式等領域，包含多款明星產品的龐大生態體系。2016年，小米生態鏈企業營收增速超過200%，智慧硬體板塊收入超過150億，77家生態鏈企業，4家估值過10億美金，16家年收入過1億，3家過10億，誕生了小米手環、移動電源、空氣淨化器、插線板、90分拉杆箱等多款爆款商品，在國內甚至全球領先。

多因素構建小米生態鏈體系競爭優勢。（1）不僅僅是流量源，更深度改造供應鏈。在小米的生態鏈體系中，小米不僅僅是一個擁有2億用戶群的流量源頭，更是一個重要的合作夥伴，扮演著“金融+孵化+賦能”的角色。對生態鏈企業輸出產品方法論、價值觀、提供全方位支援，與生態鏈的企業共同定義產品，主導設計、協助研發、背書供應鏈並提供管道支援。（2）螞蟻市場定位+高效互聯網團隊。小米生態鏈企業選擇進入的市場更多是螞蟻市場，即市場極為分散，缺少絕對領先的大企業。巨大的市場被像螞蟻一樣的小企業所瓜分，給企業提供了巨大的改善空間。（3）使用者群與目標客戶相匹配，集中資源打造極致單品。小米擁有約2億+用戶，主要以具有極客精神的發燒友為主。小米生態鏈企業走的是極致單品的道路，可以將有限的研發、生產、行銷資源集中，通過小米管道迅速起量，做到極高的性價比。（4）性冷淡+做減法，追求設計的最優解。小米的產品都具備著“極簡設計”的基因，這樣的設計，a、保證產品可以被大多數人所接受及喜歡；b、保證後期生產的效率；c、極簡設計容易保持風格的協調統一；d、極簡的設計去掉繁雜的設計及功能，可以方便用戶的使用；e、產品美學。少即是多的理念已經在設計界流行已久，這種極簡的設計可以給觀者以高貴、雅致的美感。

建議關注開潤股份：借力小米生態鏈，自有品牌迅速發力。開潤股份是一家圍繞優質出行場景，為使用者提供完整產品解決方案的公司，一方面，其以ODM/OEM形式為新秀麗、聯想等品牌提供包袋產品；另一方面，

切入小米生態鏈，打造自有品牌90分拉杆箱，實現快速增長。未來，公司有望通過拓寬銷售管道及增加產品品類，實現銷售收入的爆發式增長，盈利能力也有望得到顯著提升。

風險提示：行業競爭加劇、品類擴張導致的產品品質下降、消費喜好轉移、行業觸及天花板。

資訊服務：從財務報表分析看海康威視和大華股份

基本面優秀的好公司會有一個漂亮的財務報表，各項財務指標也會非常健康，我們對海康威視和大華股份的財務指標進行分析。

財務表現可圈可點。過去十年，海康威視的營收與淨利潤CAGR達到約40%，而大華股份的營收與淨利潤CAGR更是超越40%。從盈利能力來看，大華股份和海康威視都高於電腦行業平均水準。從成長能力來看，大華和海康未來前景良好，潛力巨大。從償債能力來看，大華和海康都有著相對較為充足的資本進行持續運作，並且流動性風險遠低於行業平均水準。從營運能力來看，大華和海康都有著優秀的存貨和應收賬款管理能力。海康經營活動現金流淨額占營業收入的比例近幾年穩中有升，並遠高於行業平均水準。大華變革初見成效，2015年和2016年經營活動現金流淨額占營業收入比例得到大幅提升。

費用率逐步降低，人效遠高於行業。海康和大華2016年新增人數均達到歷史高點，預計未來銷售費率和管理費用率會處於下降趨勢。另外，2016年，海康人均營收153.8萬/人，人均利潤37.1萬/人，大華人均營收153.8萬/人，人均利潤21.1萬/人，皆大幅度高於行業平均。人均營收和人均利潤維度，海康>大華，二者仍舊有一定差距，但是人均營收的差值在2014年後逐步縮小。

風險提示：行業應用低於預期。

通信設備：解禁減持新規下，通信業定增解禁&股權質押的危與機

中國證監會於5月27日發佈了《上市公司股東、董監高減持股份的若干規定》，根據滬深交易所發佈的減持實施細則：減持上市公司非公開發行股份的，在解禁後12個月內不得超過其持股量的50%；通過大宗交易方式減持股份，在連續90個自然日內不得超過公司股份總數的2%，且受讓方在受讓後6個月內不得轉讓。

按照證監會新規，部分之前市場顧慮定增解禁衝擊股價的上市公司、尤其股價提前對相關定增股解禁壓力有所反映的上市公司帶來低點的配置機會。

定增價與現價倒掛的公司

我們統計通信行業涉及2017年記憶體在定增股份解禁的26家上市公司，其中截止6/4出現此前除權後的定增價與現價倒掛情況的上市公司10家（創意資訊、佳訊飛鴻、東土科技、初靈資訊、東方國信、東軟載波、共進股份、佳都科技、新天科技、科華恒盛）；考慮資金成本，除權後定增價相對現價收益率低於10%（但不浮虧）的2家（宜通世紀、光環新網）。

基本面良好、基於定增解禁衝擊預期可能帶來配置時點的公司

我們基於WIND一致預期，按照2017年PE<=35倍、2017-2019年複合業績增速對應PEG<=1、2017-2019年三年複合業績增速>=20%為條件，從上述12家企業中篩選出創意資訊、東土科技、東軟載波、東方國信、東軟載波、共進股份、佳都科技、科華恒盛、宜通世紀、光環新網共10家。其中，基於所處細分子行業長期發展前景和經營基本面，光環新網、宜通世紀、東軟載波（2017/9/25解禁）、東方國信、科華恒盛、東土科技（2017/6/8解禁），六家企業建議關注。

定增浮盈較高、即將解禁的優質公司，關注潛在低點配置機會

同時，對於定增浮盈在10%以上、尚未解禁，主要依靠內生可持續增長及所處子行業前景看好，篩選出海能達（2017/8/23解禁，浮盈31%）、旋極信息(2017/11/24解禁，浮盈107%)、高新興（2017/11/20解禁，浮盈151%），建議重點關注；如果因定增解禁帶來股價衝擊，有望出現較佳配置時點。

重點關注

基於未來良好的成長性，當前估值處於低位，並且由於定增價與現價倒掛而產生的安全邊際，建議重點關注以下6家企業：光環新網、宜通世紀（“買入”評級）、東軟載波、東方國信（“買入”評級）、科華恒盛（“買入”評級）和東土科技。

另外，在即將定增解禁的個股中，我們推薦內生可持續增長且子行業前景向好的公司，建議重點關注：海能達（“買入”評級）、旋極資訊和高新興（“買入”評級）。

風險提示：公司營收增速低於預期，公司所處子行業發展不達預期，政策變動風險。

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。