

2017年6月12日

銷售部 - 投資策略

宏觀

通脹預期降溫，緊貨幣到緊信用

宏觀專題：全球通脹近期走勢分析。美國：能源價格回落，核心還看經濟。歐元區：油價也是主導，經濟復蘇漸穩。國內：通脹預期回落，結構出現分化。國內總體CPI雖然緩慢上行，但受到食品價格拖累，依然處於低位。在民營資本占比相對較高的行業中，存在市場化去產能，價格相對穩定。

海外：歐央行表態中性，特朗普彈劾風險解除。歐央行維持利率不變，聲明中刪除了可能會再次下調利率的措辭，同時還下調了通脹預期，QE將繼續直到通脹持續回升。美國前FBI局長科米在參議院的作證結果沒有像市場擔心的那樣重擊特朗普。

經濟：進出口均反彈。5月我國美元計價出口增速回升至8.7%，歐美經濟復蘇繼續帶動出口改善。5月進口增速反彈至14.8%，我國對主要商品的進口數量增速均提高。6月上旬主要58城市地產銷量增速降幅收窄至8.3%，6月上旬發電耗煤增速回升至14.9%，顯示6月上旬經濟暫時穩定。5月出口小幅回升，但製造業PMI回落、地產和汽車銷量增速依然偏低。6月以來地產銷量降幅略收窄，發電耗煤增速反彈，指向6月經濟起步尚穩健，但仍處於減速中的盤整。

物價：通脹預期降溫。5月CPI反彈至1.5%，其中食品價格低位反彈，非食品價格回落至2.3%。6月以來食品價格繼續走低，預測6月CPI食品價格環比下跌0.5%，6月CPI小幅反彈至1.6%。5月PPI環比下降0.3%，同時基數攀升，同比繼續回落至5.5%。6月以來鋼價、煤價續降，國際油價回落，預測6月PPI環比下降0.2%，由於基數走低，同比或穩定在5.5%。5月CPI出現小幅反彈，但主要歸功於低基數效應，而從食品價格、非食品價格以及工業品價格來看，環比均在持續回落，意味著通脹預期仍在繼續降溫。

流動性：緊貨幣到緊信用。近期各地銀行紛紛傳出首套房貸利率上浮至基準利率甚至1.1倍、1.2倍，5月全國首套房貸平均利率升至4.73%，比4月大幅上升21bp。持續貨幣緊縮後，商業銀行5月同業存單餘額淨減少3300億，商業銀行在金融市場的融資出現萎縮，從而被動縮表，減少信貸投放，導致房貸利率大幅飆升，意味著金融去杠杆已經從緊貨幣步入緊信用階段，3季度經濟下行風險也將顯著增加。

政策：降低企業稅費。李克強主持召開國務院常務會議，推出新的降費措施，要求兌現全年為企業減負萬億元的承諾；財政部、國家稅務總局擴大小型微利企業所得稅優惠政策範圍。

為何房貸利率大幅飆升？——海通宏觀每週交流與思考第223期

上周美歐日股市震盪，韓印港等新興股市穩中有漲，黃金石油下跌，銅鋼等金屬價格反彈，國內股漲債穩。海外利率穩中有降。今年以來，雖然美國加息節奏明顯加快，但是美國長期國債利率反而穩中有降，源於美國經濟明顯減速，通脹也顯著下行，使得其長期加息能力減弱。而歐洲和日本經濟復蘇好於美國，通脹也穩中有升。利率保持低位也是海外資本市場表現較好的重要支撐。

國內國債利率飆升。與海外發達國家相比，今年我國長期國債利率大幅上升。年初標誌性的10年期國債利率為3%，到6月上旬上升至3.6%。10年期國債利率年初為3.7%，到6月上旬上升至4.3%。從中美10年期國債利差來看，年初僅為50bp，到年中升至約150bp。

金融去杠杆是主因。央行收緊了貨幣總閘門，今年大幅減少了貨幣投放，使得金融機構超儲率降至1.3%的歷史低位，貨幣市場資金整體極度偏緊。而銀監會收緊了金融市場融資的閘門，逐步落實銀行的同業負債不得超出其總負債1/3的嚴格約束。

同業存單利率飆升。銀行在金融市場的融資主要有兩大來源，一是央行，一是金融同業機構。年初首先是央行大幅收緊了公開市場融資，逼迫銀行主要靠金融市場向同業融資，在2、3月份的同業存單淨發行一度達到1萬億，需求激增使得股份銀行同業存單發行利率在4月份就迅速突破4.5%，遠超去年末的2.8%。這意味著銀行的融資成本和貸款收益接近倒掛，其發行同業存單的動力大幅下降，5月份的同業存單淨發行降至-3300億。銀行無米下鍋，房貸利率飆升。進入6月份，全國多地的銀行突然傳出首套房貸利率升至基準利率，甚至是上浮1.1倍、1.2倍，其核心原因在於銀行已經無米下鍋。4、5月份以後，銀行的同業存單都發不出去了，銀行自己都沒錢了，拿什麼去放房貸呢？

信用收縮是下半年最大風險。在17年上半年，雖然經濟出現見頂回落跡象，但只是緩慢減速，因為金融去杠杆的影響還只是在金融市場，主要體現為貨幣和債券利率上升，而商業銀行還在擴表，貸款利率和貸款發放還保持穩定。但是隨著同業存單發行的萎縮，意味著商業銀行開始縮表，貸款利率大幅上升，而貸款的發放也開始收縮，這就意味著金融去杠杆的影響預計將從金融市場傳導到實體經濟，而我們認為信用收縮將是下半年經濟的最大風險。

策略

2017年中期A股投資策略

這是非牛非熊的震盪市。上證綜指2638點以來分化行情加劇，市場實際上是非牛非熊的震盪分化。分化主要體現在兩個方面，一方面是市場指數表現的分化，從16年1月底以來，上證50、萬得全A、上證綜指、中小板指、創業板指分別漲幅29%、18%、15%、7%、-10%。另一方面，個股表現之間“二八”分化特徵顯著。震盪市的振幅小於牛熊市，牛熊市振幅普遍在80%以上，而震盪市收斂至25-30%。震盪市趨勢收斂源於資金和盈利勢均力敵，結構分化源於盈利差異。4月以來市場調整的誘導因素是金融監管政策密集出臺，但下跌折射出估值的結構性差異才是主要矛盾，我們看到銀行委外投資集中的藍籌股、價值股跌幅較小，反而高估值、小市值公司跌幅更大。主機板和中小創估值差異大，板塊內部估值差異也大。目前全部A股、主機板、中小板、創業板PE中位數（整體值）分別為49倍（18倍）、38倍（15倍）、51倍（37倍）、63倍（48倍）。

盈利平滑趨勢甄別結構。利率上行分系統性和結構性兩種情景，這次是結構性上行，貨幣政策收緊並不是因為通脹的壓力，而是主要為了金融去杠杆，4-5月是金融監管下的資金面最困難期，未來將有所舒緩。投資增速已築底，消費升級支撐整體需求平穩。社會消費品零售總額同比從2016年初以來一直維持在10%左右，其中三四線城市消費升級更明顯。固定資產投資增速2016年下半年已有築底跡象，這與去產能進程相呼應。借鑒國外經驗，經濟平企業盈利上，預計17年A股淨利同比為14%。2016年1月底以來，震盪市的格局未變，即盈利的增長對沖資金的緊張，如同09/8-11/4、12/1-14/7兩輪震盪市。當前結構分化的根源在於主機板的估值和盈利匹配度更好，展望未來，主機板和中小創的盈利趨勢還將繼續分化，A股將繼續演繹結構性行情，投資者將追求更好的估值和業績的匹配度。

應對策略：雨後彩虹，業績為王。回顧歷史，震盪市的年份一般有兩波機會。如10年、12年、13年、16年，上半年一次，下半年一次，年中出現波折。4月來金融監管加強、疊加盈利增速回落預期，市場確實遭遇了風雨洗禮。展望未來，金融監管落地資金壓力舒緩、盈利增速雖有所回落仍保持高增長，加上十九大前後國改有望加速提升風險偏好，市場經歷風雨後有望見到彩虹。震盪市業績為王，“抱團”本質上源于業績更優。16年1月底以來，市場抱團消費龍頭與白馬成長，核心源於相關個股業績持續較好，且盈利與估值匹配度高。投資者結構變化助推市場風格偏價值，A股長期也會有龍頭溢價。市場結構有望從“一九”回到“三七”，從一線藍籌價值向二線價值成長擴散。持有消費白馬和金融等一線價值股，看好二線價值成長和國企改革。

風險提示：金融去杠杆力度超預期，經濟下行超預期。

行業點評

紡織與服裝：關注超跌標的，重申優質供應鏈價值

1、市場風格切換，關注超跌股的觸底反彈

上周（20170605-20170611），指數迎來反彈，創業板指漲幅達到2.88%，前期跌幅較大的次新股、高送轉主題等均迎來上漲，市場風格出現切換。年初至今，紡織服裝板塊跌幅較大，部分個股較2017年高點跌幅超過30%，結合基本面情況，我們推出超跌組合，建議積極關注：新野紡織（較2017高點下跌26%，本周上漲1.43%，定增價溢價僅5%，跌破高管增持價6元/股，預計17/18淨利潤增速為42%/21%。對應17/18估值分別為16/13倍）、美盛文化（較2017高點下跌30%，本周上漲7.02%，定增折價28%、IP衍生品變現戰略清晰，未來業績有望超預期）、貴人鳥（較2017高點下跌26%、本周上漲12.36%、定增折價16%、體育產業化集團持續推進，未來圍繞威爾士打造健身產業，業績存在爆發可能）。

2、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

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。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、提供全方位支持，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）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、保持風格的協調統一；d、方便用戶的使用；e、產品美學。建議關注借力小米生態鏈實現自有品牌爆發式增長的開潤股份。

3、新供給：優質供應鏈價值，估值中樞有望得到提升

科技和消費人群的變化，帶來前端零售持續分化，製造領域也相應發生改變。一方面供給端正在經歷去同質化、由大變小、由慢變快的嬗變，兩極分化嚴重。另一方面，新流量、有待優化的傳統品牌及新興的小而美

品牌，正在使優質供應鏈浮出水面，且變得稀缺，具備品質、交期、規模、價格優勢的優質供應價值將逐漸凸顯。參照港股的申洲國際的估值情況，我們認為A股的優質供應鏈企業有望在新消費背景下迎來估值中樞的提升，並推出了尋找優質供應鏈系列 I 和 II ——健盛集團和孚日股份。

建議關注：棉襪和內衣領域領先的健盛集團、色織、襯衣領域的魯泰A、全球毛巾家紡龍頭孚日股份，以及致力於打造柔性供應鏈的華孚色紡。

風險提示：終端需求下滑、補貼政策改變、產能擴張不及預期、棉價波動等。

商業貿易：推薦龍頭，關注熱點區域國改

【國改熱點頻現】近期國資委等多次強調推進央企重組，號召各地推進國改迎十九大，神華國電停牌，天津推出194個混改項目，恒大重組深深房在即，國改進入“施工高峰期”和“落實攻堅期”，下半年乃至未來兩年的國改機會值得重視！

【零售國改邏輯】①零售是競爭性行業，有機會做大力度的國改方案；②零售產業在加速變革期，轉型融合是共識，改革體制機制極有必要；③國資零售商有豐富供應鏈、物業網點等價值，現金充沛、報表健康，有資源基礎；④鄂武商等提供優秀案例。治理激勵優化將改善業績、兌現價值和加速轉型。

風險提示：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革進程慢於預期；轉型進程的不確定性。

有色金屬：是時候重視鹽湖提鋰了

自從5月份去非洲剛果金實地的密集調研鈷礦後，對於親歷調研礦產端就很著迷，一手資訊往往有不少超预期地方。上周海通有色團隊在西北（柴達木盆地，格爾木）呆了一周，來回800公里親歷東台吉乃爾鹽湖和察爾汗鹽湖，隻身無人區，帶回最新鹽湖投產進度。

資本市場，甚至是碳酸鋰行業內人士對於鹽湖提鋰普遍瀰漫著“狼來了”的氣氛：過去10年市場寄予不少期望，進展速度卻多低於預期。這次從我們實地調研情況看，鹽湖提鋰的工藝正在不斷完善，鹽湖逐漸量產化。首先，作為青海鹽湖龍頭的東台吉乃爾湖，當前產量已穩定在8000噸/年以上的電池級碳酸鋰，而鋰資源公司的投產計畫無疑成為其再上一個臺階的關鍵。從實地調研情況看，得益于青海鋰業一期、二期的建設經驗，鋰資源公司的建設投產進度預計較快，按照1萬噸/年的新增產能看，2018年很可能就能夠貢獻6000噸以上的電池級碳酸鋰產量。

此外，藍科鋰業（察爾汗鹽湖）技改成果也是青海鹽湖的一大亮點，經過2017年1季度的技改，當前公司1萬噸/年的工業級碳酸鋰產量趨於穩定；此外，其電池級碳酸鋰產品預計在2017年下半年開始投產，雖然量不大，但也可以視為察爾汗鹽湖提鋰的“質變”元年，預計2018年大部分產品會轉向電池級碳酸鋰。

為何鹽湖提鋰逐漸“開花結果”？就我們的實地感受，一方面青海鹽湖經過了10年的打磨，工藝越來越完善，另一方面，高企的產品價格也是企業急於擴大產量的核心點，成熟的鹽湖提鋰（鹵水到電池級碳酸鋰）完全成本大多在4萬元/噸水準以內，因此針對當前12萬噸（不含稅）的電池級碳酸鋰價格而言，噸淨利潤可以達到7-8萬元/噸。

對於之後行業格局演變，我們認為路徑可能：隨著鹽湖提鋰的成熟，礦石提鋰供給緊缺性緩和，鹽湖企業參與分享更多的行業景氣紅利。

具體到標的，建議關注西部礦業，其主業為自有鉛鋅、銅礦生產，由於受到其它冶煉、加工業務拖累，盈利一直不理想。近期擬定增注入青海鋰業（代加工鋰資源公司1萬噸/年的產量）、大樑鉛鋅礦100%股權以及使用自有現金收購鋰資源公司27%股權，前兩者的17-19年業績承諾約2.2、2.8和3億元/年。而鋰資源公司假設按照2018年生產銷售6000噸的產量，噸淨利潤6萬/噸，實現3.6億元淨利潤，折合權益收益為1億元。按照這樣的假設，近期資產並購將在2018年新增將近4億元的淨利潤，對於定增後190億市值而言彈性大。按照這個思路，西藏城投是不錯的鹵水提鋰投資標的。

此外，近期大宗金屬以銅、鋅為首反彈明顯，核心原因在於智利銅礦原產地下雪導致供給受限以及川普彈劾概率下降，市場聚焦其基建預期。本周是6月FED議息會議，我們會及時跟進結果。加工股方面，海亮股份、明泰鋁業、亞太科技的低估值、高增長看點是我們推薦的核心點。

風險提示：中國A股回檔風險導致估值下降。

交通運輸：旺季將至航空機場表現可期

航空國內線運力投放維持較快增長，高考結束暑期旺季將至。上周國內線層面RPK同比+21.1%、ASK同比+28.9%，國內線運力投放依舊維持較高速增長；國際線層面RPK同比+8.4%、ASK同比+15.8%。當周國內線客座率同比下降4.9pct，國際線客座率同比下降4.4pct。剔除燃油客公里收益國內線同比-3.9%，國際線同比-5.4%。國內線總客票收入實現同比16.3%的較高速增長。國際線受益於票價提升，總客票收入也實現了8.6%的較高速增長。整體看來，航空行業營收向好。本周高考結束，暑期旅遊旺季即將來臨，預計國內、國外出行需求將增加。從訂座率上看，一周、兩周、三周的訂座率水準較去年同期均有小幅提升。隨著旺季的到來，我們看好航空板塊景氣度，推薦中國國航。

今年自3月份航空淡季以來，國外航線營收水準較去年同期明顯上了一個臺階。國內線客票收入呈現15%以上的同比增長；國際航線客票收入同比增長10%以上。反觀去年情況，2016年3月到5月，內線客票同比增速僅5%，國際線雖流量增長較快，但票價下滑嚴重，整體客票收入同比也僅增長11%，和今年基本持平。因此可以看到，今年國內市場復蘇對整體營收結構的正面影響是實實在在的。淡季不淡，預計旺季更旺可期。樞紐機場輸送量穩定增長，旅遊城市機場旺季表現值得期待。機場方面受益於航空市場景氣度向好，各項指數同比去年明顯反彈。樞紐機場方面，浦東、虹橋、廣州和深圳機場進出港航班量同比增幅分別為12.0%、9.8%、11.2%和14.8%；對應的進出港旅客量分別增長13.4%、14.3%、9.5%和13.3%。首都機場完成跑道維修，現已逐漸恢復正常運行，運力正逐漸恢復。航班量同比上升7.6%，進出港旅客量同比上升7.1%。旅遊城市機場方面，高考結束後旅遊市場將逐漸升溫，疊加之後的中小學生及大學生暑假的來臨，旅遊城市機場旺季表現值得期待。2017年各機場免稅店開始集中招標，機場板塊估值中樞進而有望提升，我們看好機場股中長期估值修復。推薦上海機場、白雲機場。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

石油天然氣：國內LNG接收站加快發展

廣匯啟東LNG接收站投入試運營。廣匯能源於6月6日公告稱來自新加坡的巴哈馬籍LNG運輸船“阿凱西婭（GRACE ACACIA）”號抵達江蘇南通港呂四港區廣匯能源LNG碼頭。“阿凱西婭”號LNG船舶長288.18米，總噸位10萬噸，吃水11.6米，載貨14.68萬立方米液化天然氣。這是南通港呂四港區廣匯能源LNG碼頭迎來的首艘主力型LNG船舶，標誌著控股子公司廣匯能源綜合物流發展有限責任公司南通港呂四港區LNG分銷轉運站項目正式投入試運營。

目前投運和規劃在建的LNG站將較好地滿足SPA照付不議義務量。廣匯啟東LNG項目於2016年開始正式建設，專案分三期建設，一期設計能力為60萬噸/年，包括1個LNG接卸碼頭，2個5萬方的LNG儲罐，主要為LNG存儲與轉運。繼我國第一座LNG接收站於2006年建成投用後，陸續在福建、江蘇、大連、上海、浙江等地區建設接收站專案。截至2016年6月，我國已經有14座LNG接收站處於運行期，總接受能力達到3850萬噸（約523億立方米），2016年我國LNG進口量為2605萬噸，目前投運和規劃在建的LNG站將較好地滿足SPA照付不議義務量。

我國LNG進口量不斷增長，十三五期間LNG接收站將加快建設。十三五期間我國LNG接收站將加快建設，預計到2020年，我國投運的LNG接收站將達到21座，接收能力達到6880萬噸（約936億立方米）。

國內外LNG價差不斷擴大，LNG接收站套利空間加大。自2014年開始，國際LNG現貨價格不斷下跌，國內外LNG價差不斷擴大。目前日本LNG現貨價（印尼產）為5.71美元/百萬英熱單位（折合約1.3元/立方米），而國內LNG市場價為2.36元/立方米。LNG價差擴大形成了LNG市場視窗機會，套利空間加大。

國內外氣價價差：短期價差大，但中長期趨勢收窄。目前我國天然氣價格仍以指導價為主，從而造成國內外氣價價差較大。我們認為國內氣價改革將進一步推進，改革方向將是“管住中間，放開兩端”。隨著氣價市場化推進、LNG接收站陸續增加、天然氣進口量提升，國內外氣價價差將會收窄。未來天然氣行業的競爭將主要體現在：運用多元化氣源，降低採購成本；完善下游分銷管道，增加天然氣銷量等方面。

供給過剩可能導致國際LNG價格持續低位，LNG接收站盈利有望向好。根據IEA資料，2016年美國可供出口的LNG為1100萬噸，預計到2020年可達5750萬噸。另外據國際燃氣聯盟報告，截至2014年年底全球天然氣液化能力達3.01億噸/年，並且仍有1.28億噸/年正在建設當中。在未來幾年時間內全球LNG供給將持續過剩，LNG價格可能將維持低位。若能夠採購海外低價氣源，LNG接收站盈利將持續向好。

重點關注上市公司：在全球LNG供給過剩的背景下，國際LNG可能維持低位，LNG接收站有望通過國內外氣價差實現套利，同時LNG消費增長有望提升接收站的周轉率。建議關注新奧股份、中天能源、廣匯能源等。

風險提示：LNG接收站建設不達預期，國內外氣價差持續收窄等。

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。