

## 宏觀

### 經濟增速反彈了嗎？先行指標該看哪一個！

上周美股和日股小跌、歐股大跌，韓印港等新興股市漲跌互現，黃金下跌，石油和金屬價格反彈，國內股債繼續上漲。

PMI顯示經濟反彈。6月30日，統計局公佈6月中國製造業PMI指數為51.7，比5月上升了0.5，上升至年內次高值，僅次於今年3月的51.8。從分項指標來看，需求、生產、價格指標均回升，庫存也有改善，指向製造業景氣短期改善。

發電耗煤增速大降。與PMI的回升相反，6月份的6大集團發電耗煤同比增速從5月的11%大幅下降至5.6%，創下16年7月以來新低，預示6月份發電增速出現大幅下滑。由於幾乎所有產業都要用電，因而發電量增速也是刻畫中國經濟走勢的重要指標，發電增速的下降意味著6月經濟在繼續下滑。

### 經濟指標看哪一個？

- 一、同比和環比不一樣。在中國經濟統計中，幾乎所有的重要指標都是同比指標，比如GDP增速以及工業增加值增速，都是當期數值和去年同期的比值，在這個意義上，發電量、發電耗煤增速和GDP增速的統計口徑是一致的。而製造業PMI是個環比指標，衡量的是當月數值和上月之比，因而和GDP增速的統計口徑並不一致。從過去7年的資料來看，中國製造業PMI一直在50左右徘徊，沒有明顯的趨勢性變化，而中國GDP增速從10%降到了7%以下。
- 二、中上旬和全月不一樣。由於中國製造業PMI在月末最後一天發佈，再考慮問卷組織、填寫、回收等也需要時間，PMI反映的其實是企業經理人對當月中上旬經濟的感受。相比之下，發電耗煤增速包括了全月每一天的資料。尤其從6月數據來看，其實6月中上旬的發電耗煤增速高達12.6%，高於5月的11%，而發電耗煤增速在6月下旬直接跳水至-6.9%，這時PMI調研的採購經理人還來不及作反應。
- 三、國企和民企不一樣。中國有兩個PMI，分別是中采PMI和財新PMI，其中前者由統計局調研統計，而6月大幅反彈的正是中采PMI。由於其官方背景，因而其對國企的狀況的反映更為充分。而從今年前5月的資料來看，國有企業利潤增速高達53%，遠高於民營企業的14%和外資企業的19%，源於去產能受益的主要是國企，因為煤炭、鋼鐵等上游行業以國企為主，而金融去杠杆過程中受損的主要是民企，因為民企主要靠金融市場融資，近期傳出債務風險的大多是民營企業，這也意味著國企的走勢不能代表經濟的整體走勢。

經濟反彈存疑，基數效應來襲。因此，僅憑6月份官方PMI的回升並不能斷定經濟短期反彈，而對於6月下旬發電耗煤增速的跳水也要高度警惕。尤其是從去年7月份開始，從發電量到鋼鐵、汽車等產量增速都出現了大幅跳升，意味著今年7月份以後的工業產品增速將面臨極高的基數效應，而這也是每一輪經濟刺激都會面臨的後遺症：本輪經濟反彈雖然降低了企業的債務杠杆，但靠的是居民和政府大幅舉債加杠杆，而今年無論是金融去杠杆還是財政部對政府舉債的規範都在約束經濟進一步加杠杆，這也就使得經濟持續回升的動力不

足。畢竟靠舉債換來的增長是透支未來，既然經濟已經穩定了，就應該把防風險放在首位。所以從央行的態度來看，6月份的MPA考核衝擊可控之後，其公開市場已經連續兩周回籠貨幣，偏緊的傾向其實未變。

## 國際大型保險資產管理機構運作經驗——國際保險資管業務發展趨勢研究（1）

保險資產管理機構在全球資產管理行業佔據重要地位。保險資產管理機構，是與公募基金、私募證券基金、證券公司資產管理等機構共同競爭的投資管理子行業；在全球前20大資產管理機構中，太平洋投資管理公司、保德信投資管理公司、法通投資管理公司和安盛投資管理公司四家保險系資管公司分別位居第7、8、18和19位；在養老基金管理，家族企業和信託資產管理，慈善、基金會等非盈利客戶資產管理，FOF投資等方面，保險資管機構亦具有獨特優勢。

德國安聯具有長期、穩健性資金管理優勢。2000、2001年收購多家資產管理機構，2004年正式整合確立PIMCO和AllianzGI 兩大資管分支，2005年起協力廠商資產管理規模占比呈現快速上升趨勢，截至2015年末協力廠商資產管理規模約占72.4%；PIMCO是純債券資產管理公司，協力廠商資產管理中固定收益類資產約占90%；2015年資產持久期變長、償付能力比率增強，另類投資規模比2014年提高24%，以抵押貸款和房地產投資為主。

美國保德信全球資產管理採用“多經理人”管理模式。以特定領域的資產類別或投資方式劃分管理團隊，各團隊保持其投資特色，積極為投資者爭取投資回報；八個業務團隊以獨立法人形式，分別專注于權益類、固定收益、房地產、權益量化投資、商業抵押、私募固定收益、共同基金和國際投資等。

英國法通連續多年位居歐洲養老金第一管理人。英國法通主要通過基於保險業務和銷售網路的內生增長模式擴大資產管理業務經營網路；投資管理業務對於集團業績貢獻較大，營業利潤貢獻度由1999年的15.18%上升至2015年的20.86%，收入貢獻度約為45.51%、位於各項業務收入的首位；DB（收益確定型）養老金計畫是集團資產管理業務的最大來源；2014年以來LDI策略成為資產管理規模大力提升的主要引擎。

法國安盛通過優勢互補的外延式擴張與組織化、專業化的內生式增長共同發力。聯博基金源于安聯資本和伯恩斯坦，前者在增長型股權投資、公司固定收益投資和家庭零售共同基金等領域的專長彌補了後者在價值資產、免稅固定收益管理和私人客戶業務方面的欠缺。聯博基金零售客戶和私人客戶資產規模占比47%，淨利潤貢獻度達到90%。

其他精細化發展機構。均採用“多經理人”管理模式。標準人壽投資注重深入研究和團隊協作精神，重視房地產投資領域。巨集利資產管理公司資產配置全球化、亞洲資產配置比例達到19%；固定收益類產品投資上謹慎、99%的資產均投資於投資級產品，另類投資上實施更多元、更長期的投資，長期另類投資中50%投資於房地產。

發展趨勢。業務擴張中“內外兼施”，遵循優勢互補、本土化等原則，新興市場炙手可熱；保持運營管理獨立性，構建尊重人性的投資文化和專業穩定的投研團隊；資管業務戰略地位提升，協力廠商業務規模比重對資管業績貢獻起到決定性作用；機構領域淨資產流入較為疲軟，零售業務受重視；固定收益產品仍占主導，被動型產品、另類產品和解決方案引領新趨勢。

## 策略

### 順應多頭趨勢

#### 1. 不必過度擔憂資金面

投資者的隱憂是6月資金面不緊，7月會否反而緊？6月以來，10年期國債收益率從月初最高3.65%小幅回落至目前的3.56%，市場整體上漲。但展望7月，市場仍然擔憂資金利率再度緊張，金融監管會再次偏嚴。我們認為不用過度擔憂利率變化，利率不是一個獨立的外生變數，而是整個經濟系統的內生變數，一定跟增長和通脹相匹配。

利率即便有波折，也很難出現4-5月式急升，影響有限。4-5月份雖然利率上升，市場快速調整，但高股息率股調整幅度相對較小，反而是高估值、小市值板塊跌幅較大，說明市場調整的核心是金融監管引發的市場風險偏好下降。如果將金融監管分為三個階段，在第三階段預計未來金融分業監管將最終走向混業監管。因此即使7月份資金面出現小幅波動，對市場整體情緒的衝擊幅度也有限。

#### 2. 市場正在從一九向三七擴散

盈利趨勢和投資者結構決定風格，整體仍偏價值。16年1月底以來市場的邊際增量資金主要是絕對收益資金，他們投資風格更偏價值。通過對北上資金每日買入十大活躍個股進行統計，今年以來買入金額前十大個股占總金額的82%，其中有9只為漂亮50個股，占總金額的71%。整體來看，市場偏價值的風格不變，漂亮50吸引力略下降，二線價值成長是選擇。

市場已經在從一九向三七擴散。從不同市值區間漲跌幅來看，6月初以來，500億以上大盤藍籌股以及100-500億之間的個股平均漲幅領先，市場熱點正在從一線價值藍籌股擴散到以滬深300和中證500為代表的二線價值成長股，整體結構更加均衡，投資風格正在從一九向三七擴散。

#### 3. 應對策略：順應多頭趨勢

市場已經形成多頭趨勢，保持多頭思維。6月以來，政策面和資金面已經在發生變化，股市也確實在上漲。我們建議保持多頭思維。16年1月底以來的震盪格局，市場持續進二退一的反復震盪趨勢，市場中樞不斷抬升，核心源於盈利整體回升。A股整體淨利潤增速從2015年0.14%提升至16年5.4%，7-8月將公佈17年2季度盈利資料，預計A股整體上半年淨利潤同比18%、全年14%。6月4日以來，震盪市已經開啟新一個上漲波段，7月市場或許出現漲幅趨緩或小幅波動，但上漲趨勢仍將延續，建議順應市場多頭趨勢。

持有“一”看好“三”，重視國改主題。結構上震盪市業績為王，整體偏價值的風格不會變；隨著市場環境轉暖，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。一線藍籌價值主要指市值500億以上的公司，集中在白酒、家電、金融行業，數量占比4%，二線價值成長主要指於市值在100-500億元公司，集中在醫藥、機械、通信、電子、汽車等行業，數量占比29%，海通策略聯合行業構建相關組合，篩選指標為：1) 500億市值以下的二線藍籌股，2) 17年淨利潤增速20%以上，PEG1.5倍以下，3) 17年年初至今累計漲幅在30%以下。此外國企改革進入政策再次加速推進期，國資委、發改委近期國改動作頻繁，神華、國電等央企停牌預示改革加速落地。

風險提示：貨幣政策持續收緊。

## 行業點評

### 傳媒：教育出版推動行業公司主營穩健增長，國改深化助力產業升級轉型

- (1) 出版類公司教輔、教材出版占比較高，教育行業規模和品質的提升，有助於出版類上市公司主營業務保持穩健增長。
- (2) 出版類上市公司擁有多年教材教輔經營經驗，豐富權威的教育內容資源，掌握教育行業核心發行管道，轉型教育服務優勢明顯。
- (3) 國企改革市場預期已處於低點，下半年十九大的召開，改革預期將升溫，出版類企業的轉型需求較強，國企改革深化將助力產業升級轉型。

建議關注：中文傳媒、皖新傳媒、南方傳媒、長江傳媒、中南傳媒。

風險提示：系統性風險，教育產業發展不及預期，轉型不及預期。

### 有色金屬：藏地歸來，帶來一手鹽湖投產進度資訊

為何西藏很難量產？這是投資者普遍提及的問題。除非到了實地，確實很難感受開採的艱辛。高海拔地區首先帶來的是高反的不適應，而自然環境的惡劣又伴隨著基建的落後。雖然過去10年西藏的基礎建設已可以說日新月異，但相比內陸城市，還是處處充滿著不便利。比如我們去考察西藏礦業的紮布耶鹽湖，也是全國最大的碳酸鋰鹽湖，其具體位置在阿裡和拉薩（距離2000公里）之間的仲巴縣，礦區海拔超過4600米，唯一路線是從日喀則或阿裡開車前往，也就是說，首先需要坐飛機前往日喀則或阿裡兩個城市，此後再驅車10小時以上才能抵達紮布耶鹽湖。這樣的距離和嚴苛環境，阻隔著資本市場，同樣也滯後了資源的開發。

相比之下，青海的低海拔作業環境遠優於西藏。此外，青海鹽湖幾十年的開採歷程（提鉀）積累了大量經驗，而西藏的開採歷史也只能追溯十幾年。青海的提鉀龍頭無疑是東台吉乃爾鹽湖（西部礦業對其進行開採），每年8500噸的電池級碳酸鋰產量已說明青海提鉀已經工業化。而2018年初鋰資源公司（西部礦業為單一最大股東，持有其27%股份）投產是青海鹽湖提鉀的最大增量。此外，察爾汗鹽湖（鹽湖股份持有藍科鋰業接近50%的股權）的增量也較明確，2017年其增量大約3000噸，2018年1萬噸/年的產能預計全面達產，且產品將大部分轉換成電池級碳酸鋰。

按照我們的統計口徑，2017年國內鹽湖提鉀的增量大約在6000噸，2018-19年的增量都超過1萬噸，規模效應逐漸凸顯。而從成本的角度看，幾大鹽湖提鉀雖然工藝不同，但可以這樣考慮：鹵水的抽水成本大多在2元/立方米，假設1億立方米對應1萬噸碳酸鋰；同時，1萬噸碳酸鋰的年產能需要投入10億元，生產成本+攤銷折舊大約不到4萬元/噸。因此在當前價格下，鹵水提鉀的規模化陸續實現。西藏的地理劣勢導致了其大規模開採在短期內不現實，而青海鹽湖因為成本優勢已經出現了質變；全球的鋰供需處於供需弱平衡狀態。我們看好下游需求景氣，同時關注鹵水提鉀的進一步突破。

此外，近期關於基本金屬的熱議很多。6月的PMI資料好於預期，配合近期多品種（銅、鋅）庫存下降，個股隨著估值修復有反彈行情。而電解鋁需要緊密關注供給側改革的執行進度。

最後，建議關注兩類板塊：1) 特斯拉產業鏈：雲海金屬、中科三環、宜安科技。2) 低估值個股：中金嶺南、明泰鋁業、亞太科技、海亮股份和興業礦業。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期，A股系統性風險。

## 石油化工：我國汽油消費量真的開始下降了嗎？

媒體報導我國汽油表觀消費量下降。據國家石油化工網報導，今年4月份國內汽油表觀消費量為955.23萬噸，同比下滑6.31%，環比也降低8.23%，從而引發了市場對國內成品油消費的擔心。

國家發改委資料仍顯示我國汽油消費在增長。但根據國家發改委統計資料，今年4月我國汽油消費量增速為5.4%。繼續保持增長（但增速有所回落，從1月份的16.2%下降至4月份的5.4%）。

表觀消費量與消費量統計對庫存資料的計算不同導致兩者資料有差異。表觀消費量口徑未考慮庫存變化，導致中國石化網的表觀消費量資料與發改委的消費量口徑存在差異。表觀消費量=產量+進口量-出口量，即表觀消費量沒有考慮庫存的影響，而發改委的消費量資料則綜合考慮了產量、進出口量及庫存的影響。Wind資料顯示，成品油4月份庫存環比下滑7.87%，卓創資訊顯示4月份僅地煉庫存汽油就減少了65萬噸。由於4月份全國汽油庫存大幅下降，導致了發改委以消費量為統計口徑與媒體以表觀消費量為統計口徑出現了差異。

我們認為，考慮庫存下降因素後，4月我國汽油消費量仍在增長，但增速回落（從1月份的16.2%下降至4月份的5.4%）。

汽油消費量增速在放緩。（1）汽車產量增速放緩。近3年來我國汽油產量平均增速10.5%，而下游汽車產量（近3年）增速僅為6%（2017年1-5月份我國汽車產量共1172萬輛，同比增長6.7%）。（2）4月份我國原油加工量為4429萬噸，同比下降1.02%，使得當月汽油產量同比下降4.01%。汽車產量增速放緩，以及原油加工量回落導致我國汽油銷量增速放緩。

增加出口以消化國內成品油庫存。5月份我國汽油出口量分別為90.5萬噸，同比分別增長16.4%。近日國家商務部和海關總署聯合下發2017年第三批加工貿易成品油出口配額。第三批配額共906萬噸，環比提高172%，同比提高49%，加工貿易成品油出口再度提速。加工貿易成品油出口配額的放大有利於緩解國內成品油供給過剩的壓力。

近期石化行業投資觀點。我們建議關注石化各子行業龍頭，如中國石化（煉化行業龍頭）；榮盛石化（PTA龍頭）、桐昆股份（滌綸龍頭）、衛星石化（丙烯酸及酯龍頭）。

風險提示。國內成品油消費增速進一步下滑、出口不及預期、原油價格回落等。

## 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。