

宏觀經濟

經濟保持穩定，貨幣政策難松——2季度經濟資料點評

經濟保持平穩。2 季度 GDP 同比增速 6.9%，較 1 季度持平，仍處一年半以來高位。上半年 GDP 同比增速 6.9%，高於 6.5% 的年度增長目標，保增長壓力暫緩。2 季度 GDP 平減指數 3.9%，雖較 1 季度小幅回落，但仍處於 12 年 6 月以來的次高點。從支出看，2 季度消費對 GDP 增長貢獻率回落至 63.4%，仍是中流砥柱，投資上升至 32.7%。從生產看，2 季度第二產業對 GDP 增長貢獻率上升，增速較 1 季度持平，第三產業貢獻率回落，增速也小幅下滑。工業、投資對 2 季度經濟增長貢獻率回升。

工業增速回升。2 季度工業增加值同比增速上升至 6.9%，其中 6 月同比增速 7.6%、與 3 月高點持平，季調環比增速也大 升至 0.81%。6 月工業增速走高，印證製造業 PMI、發電量增速雙雙回升。6 月各工業行業增加值增速漲多跌少，尤其中 遊加工組裝、原材料加工行業，增速普遍上升。6 月主要工業品日均產量增速漲跌互現，上游原油加工量略降，中游粗鋼、 有色金屬大漲而乙烯、水泥小幅回落，下游汽車創 4 個月新高。考慮到 7 月基數效應大幅上升，我們預測 7 月工業增速降 至 6.5%。

投資緩中趨降。2 季度固定資產投資同比增速 8.3%，較 1 季度 9.2% 小幅回落，且製造業、基建、房地產三大類投資增速 均回落。但 2 季度各月投資增速走勢呈“U 型”回升，6 月當月增速創 3 個月新高至 8.6%，三大類投資中：製造業回升 至 6.7%，反映前期終端需求改善已傳導至中上游，加之盈利仍保持高增長，製造業企業信心仍強；基建投資反彈至 17.3%， 考慮到去年同期高基數實屬不易，其背後仍是積極財政的支撐；地產投資增速微升至 7.6%。去年 4 季度地產銷量增速大 跌，對當前地產投資的拖累正在顯現。我們預測 7 月投資增速回落至 8.4%，7 月地產投資增速回落至 6.9%。

地產需求緩降。2 季度全國商品房銷售面積增速 14.1%，較 1 季度回落。但 6 月當月增速反彈至 21.4%，主要緣於去年同 期基數較低。而 6 月全國商品房待售面積增速繼續下滑至-9.6%，全國商品房存銷比（待售面積/近三個月銷售面積均值） 已降至 4.2 個月，創 13 年以來同期新低。庫存去化順暢令房企拿地意願回升。6 月土地購路面積增速從 5 月的-1.4%跳升 至 19.7%，而新開工面積增速略回升至 14%。

可選提振消費。6 月社消零售名義同比增速創一年半新高至 11%，實際增速小幅上升至 10%，限額以上零售同比增速創三 年新高至 10.2%。其中必需消費漲少跌多，糧油食品飲料煙酒類、服裝鞋帽

針紡織品類零售增速均回落。可選消費普遍回升，雖然石油及製品類零售增速繼續下滑，但汽車、通訊器材、傢俱和建材類零售增速均回升。我們預測 7 月零售增速略降至 10.6%。

基數效應來襲。2 季度 GDP 增速走平，其中工業升、投資降，而 6 月當月工業、投資增速均短期反彈。但考慮到去年 3 季度發電量增速、主要工業品產量增速、鐵路貨運量增速等工業相關資料基數普遍跳升，3 季度經濟依然面臨考驗。我們預測 3 季度 GDP 同比增速回落至 6.6%。

策略點評

冰火兩重天源於業績——中報預告分析兼論風格

中小板、創業板中報預告已披露完畢，測算上半年淨利同比為 32%、7%，一季度為 27%、11%，中小板預告大多為 4 月發佈。②創業板、創業板指、前 20 只權重股二季度淨利同比 4.6%、-19.3%、-51.4%，一季度為 11.1%、-9.1%、-19.6%，權重股業績領跌。③風格取決於盈利趨勢和投資者結構，上證 50 與創業板指盈利增速裂口繼續拉大，與 2013 年正好相反。風險提示：業績預告與實際公佈業績存在差距。

行業與主題熱點點評

公用事業：LNG 海氣套利分析

LNG 為我國天然氣進口主力。受經濟結構改善以及環境氣候政策推動，我國未來將減少對煤炭的依賴，提高燃氣為代表的清潔能源的一次能源比重。BP 預測，燃氣在我國一次能源消費中的比重將從 2016 年的 6.2% 提高到 2035 年的 11%。2016 年，我國天然氣消費量 2103.4 億立方米，同比增長 8%，是 2007 年消費量的 2.88 倍。消費快速增長，拉動進口增長迅速，2016 年我國天然氣進口依賴度達到 36.06%。燃氣進口中 LNG 進口占到 51.74%，為主要的進口氣源。LNG 氣源進口經濟優勢明顯。1) 自 2014 年以來，國際天然氣現貨價總體均呈下降趨勢，2016 年，日本、美國、德國、英國的天然氣現貨價分別為 1.66、0.59、1.18、1.12 元/立方米。2) 目前，我國 LNG 進口均價為 1.72 元/立方米，而國內主要廠商 LNG 出廠均價為 2.04 元/立方米，海外進口 LNG 相比國產 LNG 具有價格優勢。3) 2017 年 5 月，我國自土庫曼斯坦、緬甸進口管道氣均價分別為 1.21、1.98 元/立方米，中俄東線價格接近 2.37 元/立方米，目前 LNG 進口價相比中緬、中俄線便宜，相比中亞線貴。4) 終端使用者上，全國 LNG 到貨價均價為 2.37 元/立方米，民用氣、工業用氣、車用 LNG 全國均價分別為 2.51、3.15、3.42 元/立方米，考慮到氣化及運輸成本，LNG 終端車用更具經濟性。未來趨勢：上游氣源多樣化與下游交易市場化。1) 上游：我國 LNG 接收站產能將從現在的 5770 萬噸/年提高到未來的 1.59 億噸/年以上，除傳統澳大利亞、卡塔爾、印尼等 LNG 進口氣源外，未來美國的 LNG 進口增長潛力巨大。同時我國管道天然氣進口輸氣能力 2020 年相比 2016 年至少增

長 2.46 倍。2) 下游：2016 年 11 月 26 日，上海石油天然氣 交易中心正式投入運行，實現了天然氣的現貨交易。2017 年上半年，交易中心完成交易量 163 億立方米，同比增長 318%。2017 年全年交易量目標為 500 億立方米，預計占全國天然氣消費量的 12%。隨著氣源多元化以及改革推動下的制度完善，未來下游燃氣市場化交易比重將快速提升，燃氣價格也將更加靈敏，與國際市場接軌。

投資建議。氣源多元化和改革背景下，氣價下行，利好下游用戶側，建議關注：深圳燃氣、派思股份、福耀玻璃。

風險提示。(1) 國際 LNG 現貨價格波動。(2) LNG 接收站投產進度不達預期。(3) 改革推動國內管道氣價格迅速下降，每日早報 7 請務必閱讀正文之後的資訊披露和法律聲明 LNG 套利空間減少。

商業貿易：三隻松鼠的“松鼠帝國”是如何建成的？

三隻松鼠憑藉先發優勢，利用堅果和互聯網平臺迅速打開市場，隨後用極致的服務體驗和人格化的 IP 形象不斷鞏固其龍頭地位，佈局線下投食店和松鼠小鎮、投資動漫二次元等策略，成功創造出獨特的松鼠文化，逐漸把公司從一個隻賣堅果 的互聯網零食商打造成一個吃住玩遊養娛一體化的松鼠世界。

開創零食新零售模式，實現跳躍式增長。①2012 年成立以來，在 B2C 平臺線上銷售，開創了迅速新鮮的互聯網食品零售 模式。2012 年雙 11 銷售 766 萬，居食品電商第 1；2016 年雙 11 銷售 4.35 億（2012-16 年 CAGR 達 175%）。2013 年收入超 3 億，2016 年達 44.23 億，2014-16 年 CAGR 119%；2015 年扭虧，實現淨利 897 萬，2016 年淨利 2.37 億，淨 利率 5.35%。②創始人章燎源持有 48.34% 表決權股份。已遞送 IPO 招股說明書（申報稿），若成功上市，以 2017 年 1 月至今上市次新股股價達相對穩態後平均 64.87 倍 PE 測算，市值有望達 160 億元。

豐富產品線，強化經營管理。①拓展全品類休閒食品，提升毛利率：公司抓住 2012 年線上無全國堅果品牌的藍海，以堅 果為主打，採取直接、低價的行銷方式，迅速佔領市場；隨後逐漸拓展品類，且計畫未來每年仍上線 20-30 款新品，形成 以堅果為主、覆蓋其他高毛利率休閒零食的產品結構，毛利率由 2014 年 24.2% 提升至 2016 年的 30.2%。公司目前擁有 堅果、乾果、果乾、花茶、零食以及禮盒等共計 200 多種產品，其中堅果 2016 年收入占比 70%、毛利占比 65%。②費 用率低於同業，運營高效：公司採用線上銷售模式，主要費用項為運輸費、推廣費和平臺服務費，和百草味相比，公司主 要費用率擁有明顯優勢；與線下可比公司來伊份和鹽津鋪子相比，公司 2016 年主要費率 12.62%，低於來伊份的 14.24% 和鹽津鋪子的 13.21%，且 2014-16 三年平均值未體現線上線下運營費用端有顯著差異。

極致購物體驗，客戶至上。章燎源撰寫《松鼠服務秘笈》，推出客服十二招，奉行“客戶就是上帝”服務理念。①情感營銷：將傳統的賣家與買家關係轉化為寵物與主人的親密互動關係；②全管道購物體驗：通過線上平臺+線下投食店，將線上購買與線下體驗融合，計畫未來收入 70%線上、30%線下；③高效的物流配送：已在 10 個城市設有配送中心或城市倉，日最高處理訂單量約 125 萬單，當日下午 4 點前下單當日配送，大部分地區可當日達和次日達。公司 2014-16 年訂單平均退換率僅 0.34%；截至 2016 年，各線上平臺累積購買用戶超 3800 萬人，複購率超 35%。

著眼低線城市，兩年佈局 100 家門店。公司目前已在蕪湖、蚌埠、蘇州、南通、南京、無錫開設 6 家線下投食店，提供新品試吃、周邊展示、互動遊戲等功能；蕪湖店 300 平米開業首月銷售 240 萬，毛利率 40%，估計穩定後月銷售約 100 萬。公司計畫 2017 年開設 36 家門店，2018 年開 64 家，不考慮為線上引流，測算 2017、2018 年可貢獻增量收入 1.4 億-1.7 億、7 億-8.4 億，各占 2016 年收入 3.2%-3.9%、15.8%-19.0%，貢獻毛利 3583 萬-6880 萬、1.75 億-3.36 億，各占 2016 年毛利 2.7%-5.2%、13.2%-25.3%。若考慮線上線下引流效應，預計收入毛利彈性更高。

進軍文娛產業，IP 形象不斷深化。①極具辨識度的松鼠小賤、松鼠小酷、松鼠小美品牌 IP 符合年輕一代審美標準，可愛 呆萌的卡通形象拉近了與消費者的距離。②以植入電視劇、二次元歌曲、電影動畫等娛樂化手段，提供有內容的娛樂休閒 產品，增加品牌曝光度，深化 IP 形象。與功夫動漫合作的以三隻松鼠為主角和片名的冒險動畫喜劇已進入收官階段，預計 2017 年上映。③將 IP 形象融入住宿、娛樂、健康、餐飲等的松鼠小鎮預計 2017 年 10 月開工，2019 年免門票運營，打造吃住玩遊養娛一體化的松鼠世界。我們認為，在保證產品品質的前提下，通過電商+投食店+松鼠小鎮+娛樂產業的跨 界經營，有望進一步增加公司基礎流量和客戶忠誠度，完善松鼠帝國版圖，看好長期發展空間。

風險提示：食品安全問題；平臺客戶集中度高的風險；市場競爭加劇；線下門店擴張不及預期；公司 IPO 尚未獲證監會核准，申報稿不具法律效力，僅預先披露。

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。