

## 宏觀

## 去偽存真——2017年4季度宏觀經濟展望

投資過度、改革供給。人口紅利的結束以及城市化的放緩，在勞動力供給減少的背景下，為了穩定經濟增速，短期內最有效的手段就是提高投資增速。09年到16年中國每年投資增速高達19%，對應的社會融資增速高達22%。為了化解投資過度的隱患，政府15年提出以“三去一降一補”為重點的供給側改革。經濟整體債務過高，需要去杠杆。“三去一降一補”是理解中國經濟這幾年變化的核心政策因素。

從降成本、去產能到去庫存。15年降成本，股債雙牛。15年持續降息降准帶來了股債雙牛，而政府債務置換啟動有效推動了社會及政府融資增速回升，受益於此，16年以後經濟總需求開始緩慢恢復。16年去產能，商品大漲。16年的政策主線在於去產能，鋼鐵、煤炭大力推進，帶來16年以來商品價格大漲。17年去庫存，三四線地產大漲。17年主要政策是降低三四線城市房地產的高庫存。為刺激三四線城市居民買房，政府加大了棚戶區貨幣化安置力度。我們估計17年實際貨幣化安置比例已近70%，貢獻了全國商品房銷量增速的一半。17年上半年GDP增速超預期、工業增速回升，依然是地產週期推動。三四線城市地產銷量大漲推高地產投資，帶動家電等相關消費，房價上漲的財富效應也推升了高檔白酒等高端消費。問題是未來的政策主線是什麼，會產生什麼影響？

去杠杆、穩貨幣。本輪全球經濟問題都出在舉債過度，歐美去杠杆是居民和企業部門節衣縮食，同時收縮需求和供給，而中國是在轉杠杆，增加居民和政府部門需求，為企業部門過剩的供給買單。從效果上來看，商品和房價上漲改善了企業盈利，但中國企業部門的杠杆率並沒有下降，而居民大幅舉債之後，居民部門負債收入比已經超過90%，進一步舉債空間非常有限。美國去杠杆非常徹底，企業和居民部門杠杆率大幅下降，最重要原因是收縮了金融部門總資產，減少了無效的資金供給。中國投資過度、債務過高的核心原因在於金融資源供給過剩，影子銀行發展過度。7月金融工作會議提出要推動經濟去杠杆，政府首次把去杠杆、控總量放在最核心的位置，而控總量意味著政府將接受貨幣增速下行，中國金融市場迎來了出清的機會。在政治角度，為了迎接十九大，央行6月份短期放鬆了貨幣政策，但自8月份以來央行持續回籠貨幣，貨幣市場利率底部回升，這意味著央行中性貨幣政策取向未變，短期內貨幣政策難以放鬆。

去偽存真，價值為王。貸款利率趨升，地產市場拐點。上半年我國貨幣緊縮對經濟影響有限，源於貸款利率較低信貸超增，但下半年在信貸額度和成本約束下，貸款利率將持續上行，地產銷量或重回負增長。難走放水老路。我們認為本輪地產銷售回落以後，政府不會回歸放鬆貨幣刺激地產的老路。過去中國貨幣超發導致貶值，所以要持有房產、外匯等資產來保值。但如果未來收縮貨幣，那麼房地產的神話將終結，債市將從交易模式轉入配置模式，週期和金融行業沒有需求擴張的故事，要尋找真正開始收縮供給規模的公司和行業，而需求的擴張只存在於經濟轉型的方向，主要是消費和服務業，但要提防財富效應縮水的衝擊。

總結來說，如果我們未來下決心收貨幣，雖然會付出地產泡沫破滅的代價，但如果大家的聰明才智不再去炒房炒泡沫，而把有效的資金用在中國經濟真正需要的方向，那麼中國經濟將走向效率模式，資本市場才有長期價值。

## 債券

### 配置先行

- 1、短期震盪，拐點或在四季度後。信用債收益率和信用利差走勢均與國債利率趨同，但拐點相對滯後，受制於貨幣政策中性偏緊、經濟通脹短期暫穩，預計國債利率三季度仍是震盪；同業存單利率形成短端信用債的“底”，金融監管和金融去杠杆壓力下，同存利率短期難降。
- 2、交易性機會難覓，配置價值顯現。票息收益的確定性遠高於資本利得，若繼續調整可逐步加大配置力度。可把握配置時點：若同存利率繼續上行致信用債收益率明顯高過貸款；監管政策超預期，情緒衝擊致超調；委外集中到期時帳戶集中賣券。配置選擇上，今年信用債市場呈現出三大分化：城投債的分化（真城投與偽城投、強城投與弱城投）、週期性行業的分化（龍頭企業與一般企業）、企業性質的分化（國有企業與民營企業）。
- 3、主配中高等級短久期、週期性品種。期限利差和等級利差均處歷史低位，建議主配中高等級短久期品種（票息不低，流動性好便於在拐點確認後拉長久期），週期性行業（鋼鐵煤炭仍有配置價值，重點關注建材、化工、有色等行業）龍頭債券可適當拉長久期，規避低等級長久期城投債。

風險提示：產業政策變動風險，企業再融資風險。

## 策略

### 中國目前類似日本1975-89年初期？——多資產視角看股市

核心結論：①2016年以來中國行業龍頭股、樓市、匯市齊漲，05-07年、09-10年出現這種現象時經濟處於復蘇和繁榮期。②這次背景更像日本1975-89年，經濟增長平穩、企業盈利改善。當時日本資產價格經歷十年慢牛，廣場協議後走向泡沫。③中國16年以來經濟平穩增長，企業盈利改善，ROE從2016年最低9.4%回升至17H1的10%。股市優質資產重估中，對比海外和歷史，金融相對估值最低。

2016年以來中國優質資產齊漲。今年A股出現了漂亮50行情，投資者最開始關注到的是消費白馬股如茅臺、格力等，但實際上除了消費龍頭股以外，週期、金融、科技類一線龍頭股都在漲。15年下半年開始，一線城市房地產價格率先開啟新一輪上漲，隨後二、三線城市房價也跟隨上漲。從16年末以來人民幣匯率持續升值，美元兌人民幣匯率從16/12的6.95降至目前的6.5左右，人民幣實際有效匯率指數穩定在120左右。人民幣外匯儲備17年以來同樣穩步回升。

優質資產重估的根本：經濟增長進入平穩期。回顧歷史，中國股市、地產、匯率齊漲的時期主要有兩個階段，分別是2005-2007、2009-2010。05年-07年、09年-10年兩個階段，宏觀經濟整體處於復蘇和繁榮階段。而17H1的GDP增速僅6.5%，相對前兩輪資產價格上漲時期，當前經濟增速明顯較低，為什麼會再次出現資產價格齊漲？我們認為當前資產價格的重估，從側面反映經濟很可能已經進入“L”型一橫的平穩增長階段。在1975-1989年日本的中速增長階段，經濟平穩，而各種大類資產價格同樣迎來了一輪重估，這與我國當前的情況更相似。我國經濟也很可能正在逐步進入新一輪平穩增長階段，2016年以來，我國GDP增速保持在6.7%-6.9%的水準，同時企業盈利也在不斷回升，全部A股淨利潤增速已經從16Q2最低的-4.6%提高到17H1的16.6%，ROE也從9.4%提升到10.1%。未來我國有望進入類似日本1975-1989年的發展階段，經濟增速平穩，伴隨著產業結構調整，企業盈利改善。

資產重估走向何方？在日本1975-1989的經濟中速穩定增長期間，隨著經濟的不斷發展，日本的大類資產價格迎來普遍的重估。在廣場協議前期（1975-1985/9）：日元匯率、10年期國債利率相對穩定，地產價格平穩增長，股市慢牛。而廣場協議之後（1985/9-1990/12），由於日元快速升值，疊加流動性寬鬆帶來了全面的資產泡沫。2016年以來我國各類優質資產價格的重估，從側面反映出中國經濟增速很可能已經結束2010年來下降階段，進入“L”型一橫的平穩增長階段，經濟步入新常態，當然這個還需要進一步確認，觀察地產銷量增速回落時經濟的韌性、觀察十九大後改革能釋放多少紅利。如果都正面，中國很可能進入類似日本1975-1989年的階段，經濟中速平穩增長，產業結構不斷升級，實現經濟由大到強。從16年初以來，A股中的一線龍頭股普遍迎來價值重估。站在當前時點，哪些行業的重估仍有空間？與國際市場比較，金融板塊估值最低。與歷史估值比較，銀行板塊估值較低。

風險提示：宏觀經濟超預期下行風險，人民幣匯率超預期貶值風險。

## 行業點評

### 電子元器件：新應用、新市場、新變化，古老被動元件煥發新生

被動元件：古老、穩健成長的行業，市場、技術與資本共同驅動。被動元件應用領域非常廣泛，是積體電路產業發展的基石，被動元件行業歷史悠久，在漫長的發展歷史中，被動元件的相關技術與市場規模穩定進步。市場結構變化、資本投入與技術升級共同構成了被動元件市場發展的三大核心驅動因素，其中市場結構變化包括下游消費驅動是最主要的推動力。

汽車電子、5G應用、快速充電等新技術拉動被動元件市場邁向新週期。隨著汽車電子滲透率的提高，汽車市場驅動被動元件朝著高端化、精細化發展，更加注重“質”的提升，汽車電子領域已成為國際龍頭角逐的必爭之地，以特斯拉為代表的新能源汽車的崛起進一步加大了對被動元件的需求量，提升了單車被動元件的價值占比。另一方面，智慧手機的快速發展、相關工藝的提高以及5G技術導致的頻段提升，帶來“量”的提高——驅使被動元件用量大幅攀升，相關廠家產能得到進一步釋放，市場規模繼續穩定增加。最後，快速充電技術重要性程度大幅提高，高性能、高安全性的固態電容可能成為快充技術發展的重要突破口；而一體成型電感的技術、成本以及產量突破帶來了很大的傳統元件的代替空間，這兩者都會拉動高端被動元件市場發展和結構調整。

日系龍頭轉型+三星品質管控，引發被動元件的供給缺口，為大陸廠商帶來機遇。TDK取消了7億訂單（MLCC），淡出中低端市場；而三星電機加強品質管控，延長了MLCC交貨期，兩大主要因素使得被動元件供給端的產能收縮，引發了被動元件的漲價潮，交貨時間平均延長2~4周，全球供給缺口將達到5%，國內供需缺口進一步惡化至30%。但對於國內被動元件供應商而言，產品普遍漲價以及國際龍頭退出而留下了巨大的市場空間，帶來巨大發展機遇。

日系台系廠家崛起路徑分析，為國內廠家提供發展經驗。日系是行業內最早崛起的，除了對技術和創新上的精益求精，並積極迎合時代和市場發展產品之外，政府政策的大力支持和當時優越的國際發展環境也是TDK、村田、太誘迅速擴張的關鍵。臺灣方面，積極把握了日元升值的歷史機遇，從代工廠開始積累人才、技術和資本，較好地承接了日本轉移的產能，並全面佈局海外市場和上下游產業鏈，成為了台廠短時間內做大做強的核心因素。

全球電子產業轉移，並受益於人民幣貶值帶來的出口優勢，大陸被動元件發展前景向好。由於國內下游消費市場的需求旺盛拉動全球集成電子產業朝大陸轉移，引發建廠大浪潮，這一過程加反過來加大了被動元件的

需求量。而作為出口導向的國內被動元件市場，受益於近期的人民幣貶值，在海外出口與國際競爭中獲得了相對優勢，相關被動元件廠家的境外收入迅速增長。在短期內，國內被動元件供應商擁有較大競爭優勢加成和良好的海外拓展機遇。

投資建議：行業“增持”評級，關注國內優勢企業。在國家產業政策推動全球半導體產業轉移的大趨勢下，新興市場崛起與供需失衡都給國內企業提供了歷史機遇，建議關注：供應被動元件耗材的國內載帶龍頭潔美科技（002859）、積極轉型釋放產能的被動元件龍頭風華高科（000636）、拓展新市場並在汽車電子成功放量的片式元件大廠順絡電子（002138）、掌握鋁電解電容核心競爭力的江海股份（002484）和艾華集團（603989）、SAW濾波器業務增長與佈局一體成型電感的麥捷科技（300319）、專業從事薄膜電容器的法拉電子（600563）。

風險提示。國產化不及預期，國內企業整體競爭力不及境外龍頭。

## 建材：建材行業研究方法論二：如何預測水泥需求

水泥需求指標。

由於水泥是不可貿易品，且水泥難以長期儲存導致社會庫存量較低，可近似認為“水泥產量=水泥表觀消費量=水泥需求”，因此可以用國家統計局每月公佈的水泥產量資料代表水泥需求。

水泥需求預測。

宏觀資料中，國家統計局公佈的“全國固定資產投資（不含農戶）”與水泥需求有較高的相關性。但由於固定資產投資包括地產、基建、製造業三大類，其中製造業投資與水泥相關性較低，因此不能簡單基於對固定資產投資增速的判斷去預測水泥需求，而要到中觀資料層面進一步拆解。

根據行業經驗資料，水泥需求結構可拆解為房地產（30%）、基建（40%）、農村需求（30%）。農村需求缺乏資料，難以研究，但好在農村需求具有一定消費屬性，整體波動不大。因此對於水泥需求的預測，主要把握房地產以及基建投資兩個維度。

房地產：對房地產週期的預判是預測水泥需求的關鍵，因為除了地產施工直接產生水泥需求外，地產週期對地方財政以及居民收入的影響，也間接影響著水泥的基建及農村需求。資料顯示：水泥需求與房地產施工面積增速相關度較高，而房地產銷售、新開工資料對施工面積資料有一定領先性。因此我們可基於“房地產銷售-新開工資料-施工面積”這一邏輯鏈條對水泥的地產需求做出預判。

基建：由於水泥需求主要來自鐵路、公路、機場、水利投資等，國家統計局公佈的“基礎設施建設投資（不含電力）”資料與水泥的基建需求相關度更高，建議將其作為水泥需求的基建相關資料指標。與房地產週期的內生屬性不同，基建投資是政府平抑經濟波動的重要手段，具有較為明顯的逆週期特徵，是經濟系統的外生變數。預判基建投資的增速關鍵看兩個因素：一個是基建規劃（政府意願），二是基建資金來源（政府能力）。

規劃方面，鐵路投資由中央主導，2016年發佈的新版《中長期鐵路網規劃》是對2020年前全國鐵路投資規劃的綱領性檔，此外，中國鐵路總公司（原鐵道部）每年公佈一次年度鐵路投資計畫，對於當年鐵路投資的預判有重要參考意義。公路、機場投資由地方政府主導，可參考各地方政府年度交通固定資產投資規劃。水利投資則可綜合參考水利部的投資規劃以及各地方政府相關投資規劃。



資金來源方面，基建的資金來源主要分預算內和預算外兩部分。預算內包括公共財政預算收支、土地出讓收入；預算外包括傳統融資工具（債券、貸款、信託等）、新型融資工具（PPP、專項金融債等）等。依據相關公開資料對基建資金寬裕程度做出判斷。

儘管從宏觀到中觀層面均有大量的公開統計資料支撐水泥需求的預測，但由於統計資料存在比較明顯的失真，精確定量預測水泥需求的想法不切實際，更具可操作性思路是基於地產週期、基建（規劃及地產財政）兩個維度對水泥需求做定性判斷。

風險提示：產能去化低於預期；需求超預期下滑。

### **紡織與服裝：三季報預期顯示板塊景氣延續，四季度開始關注電商發力**

#### **1、品牌服裝：終端零售增長仍穩健，下半年重點關注電商發力**

- 1) 服裝零售資料仍保持穩健增長。二季度服裝零售資料轉好帶動品牌服飾零售增長，我們認為品牌服飾自身改革推進伴隨行業環境轉好，三季度將延續復蘇態勢。
- 2) 下半年電商旺季臨近，建議關注發力電商業務標的。電商環境逐步改善，線上品牌對傳統品牌衝擊力度減小，基於規模優勢線下優勢品牌能夠為消費者提供有品質保證、性價比高的產品。隨著下半年電商旺季來臨，我們預計傳統品牌將在電商發力，建議關注相關標的。
- 3) 我們推薦在行業復蘇中，內部運營情況有所改善的品牌標的，同時看好三季度末起電商旺季來臨後受益的相關標的。重點關注：歌力思、海瀾之家、太平鳥、森馬服飾、南極電商、開潤股份。

#### **2、紡織製造：景氣維持利好龍頭，短期擾動因素增加**

- 1) 擾動棉價因素多，預計整體維持高位。截止9月8日328棉花價格為15948（元/噸）較年初的漲幅為1%，近期擾動棉價波動因素較多：上周中儲棉公司公告參與拍儲企業購得棉花僅限於自用，不得轉賣，從而限制了貿易商交易；8月底美國Harvey颶風登陸德州，受災區域占該州棉花產量約4%，極端天氣對搶收或造成一定負面影響；新棉上市，供給將有所增加，然而若市場出現惜售情況或將推升棉價。我們認為，影響棉價短期波動因素較多，長期來看棉價仍有望穩中有升，棉紡龍頭利用資金、規模優勢以及期貨套保等工具仍將具有強競爭力。
- 2) 人民幣升值對出口型企業有一定負面影響。人民幣對美元價格從年初的6.95升值至年中的6.77，升值幅度為2.5%，在此影響下部分企業上半年形成了匯兌損失。人民幣繼續升值一方面將影響出口競爭力，同時基於外幣資產頭寸，出口企業業績將受到侵蝕。
- 3) 我們看好高景氣度、業績好、估值低、安全邊際強的棉紡板塊，並認為龍頭標的具有確定性收益，建議關注：新野紡織、華孚色紡。

風險提示：匯率波動、原材料價格波動、終端需求復蘇不及預期、政治風險等。

## 傳媒：關注三季報高增長龍頭公司的估值切換

板塊回檔即是機會，業績為王！傳媒板塊回檔多，增長仍強，定增、並購及再融資等監管政策趨暖對板塊有重大利好。以業績（PEG）為核心參考標準，短期推薦三季報預期強的公司，中長期推薦明年估值切換的龍頭或細分行業龍頭。推薦標的：影視：唐德影視、光線傳媒、華策影視；遊戲：帝龍文化、完美世界、三七互娛；教育：百洋股份、威創股份；傳統媒體：皖新傳媒、新經典；細分龍頭：分眾傳媒、視覺中國。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

## 石油化工：全面推廣車用乙醇汽油，燃料乙醇將迎發展機遇

車用乙醇汽油將在全國推廣，到2020年基本實現全覆蓋。據新華社報導，國家發改委、能源局等多個部門近日聯合印發《關於擴大生物燃料乙醇生產和推廣使用車用乙醇汽油的實施方案》，明確提出在全國範圍內推廣使用車用乙醇汽油，到2020年基本實現全覆蓋；到2025年，力爭纖維素乙醇實現規模化生產，先進生物液體燃料技術、裝備和產業整體達到國際領先水準，形成更加完善的市場化運行機制。

我國乙醇汽油市場空間廣闊，燃料乙醇有望迎來發展機遇。我國目前已有11個省區試點推廣乙醇汽油，乙醇汽油消費量僅占同期全國汽油消費總量約20%（2016年全國汽油消費總量1.2億噸），與全球相比仍具有較大的發展空間（全球比例約為60%）。按照我國國家標準，乙醇汽油使用90%的普通汽油與10%的燃料乙醇調和而成。2016年我國生物燃料乙醇年消費量近260萬噸，若按照2016年汽油消費量計算，乙醇汽油實現100%覆蓋後，預計生物燃料乙醇年利用量將達1200萬噸，未來市場空間廣闊。

燃料乙醇發展利好三大領域：（1）玉米燃料乙醇：目前國內燃料乙醇生產以玉米為主，每噸燃料乙醇消耗約3噸玉米，乙醇汽油的推廣有助於玉米去庫存，預計未來種植面積有望上升，相關化肥企業有望受益，建議關注興發集團、六國化工、雲天化；（2）纖維素燃料乙醇：此次方案提出，將大力發展纖維素燃料乙醇等先進生物液體燃料，建議關注擁有纖維素燃料乙醇專案的龍力生物、中糧生化；（3）煤制乙醇：目前生物質燃料乙醇整體成本較高，煤制乙醇具有成本優勢，未來有望快速發展，建議關注興化股份（集團具備10萬噸煤制乙醇產能）。

風險提示：政策推廣進度不及預期；技術發展不及預期。

## 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。