

2017年11月22日

銷售部 - 投資策略

宏觀

哪裡正在買什麼？——兼論區域消費分化及其成因

新時代我國社會主要矛盾轉化為人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分的發展之間的矛盾。那麼，對經濟發展起基礎性作用的消費，在發展中存在著哪些不平衡不充分的問題？本報告將從區域消費的角度作詳細分析。

衰退的東北，分化的三四線。首先我們來看各地區的消費增速變化。從省級層面看，中西部消費增速居前，東部次之，東北墊底。東北消費增速的滑坡始於15年，過去一年間，東北消費增速下滑了2.3%。從城市層面看，一二線消費總體平穩，三四線城市走勢分化。與16年相比，一二線城市17年前3季度消費增速幾無變化，而同期東部三四線增速下降0.5%，中西部三四線則分別上行2.2%、0.6%，走勢明顯分化。

東北愛打扮，東部住房貴，中西部重溫飽。區域間消費的差異不僅體現在總體增速上，更與消費結構有關。從城鄉差異看，農村地區醫療、交通消費負擔過重，增速較快的仍是衣食住等傳統消費，而城鎮地區新興消費增長較快。從省份差異看，東北居民消費中衣著類、同美容美髮相關的其他用品及服務類支出占比更高，東部地區居住類、文教娛樂類占比較高，而中西部地區食品支出占比更高。在支出增速上，各省共性多於個性，反映為吃穿類消費支出增速放緩，而新興消費支出如醫療和文娛類支出增速加快。

區域消費的背後推手：人口vs 購買力。區域間消費分化的原因是什麼？歸根結底，影響區域消費的背後推手無非是人口和購買力兩大因素。

人口並非近期消費變動主因。我們發現，目前一二線城市常住人口增速仍遠高於三四線，而年輕人口仍主要集中在一二線城市，這說明無論從人口規模還是人口結構上，都沒有觀察到三四線城市有利於消費增長的人口變化。

從購買力看消費：房地產的“拉動效應”VS“擠出效應”。居民購買力主要由工資性經營性收入、財產性收入、轉移性收入決定。東北消費增速滑落主要緣於企業盈利下滑導致居民工資性收入下降，轉移性收入對中西部消費高增長有一定的解釋力，而三四線城市消費增速分化則與房價上漲帶來的財產性收入增加有關。房地產對消費的影響有正反兩個方面，正向拉動主要是通過“引致需求”帶動地產相關消費、通過居民財產性收入帶來的“財富效應”帶動高端消費，負向拖累主要是增加居民房貸債務負擔，透支購買力，通過“擠出效應”抑制消費。“房價收入比”可以很好地區分兩種效應誰占主導：房價收入比較低，例如中西部三四線城市，則財富效應主導、提振消費；房價收入比較高，例如東部三四線城市，則擠出效應主導，擠出消費。最終表現為消費對房價的彈性與房價收入比負相關。

消費趨勢展望：增速此消彼長，轉型孕育機會。展望未來，近期環保限產和供給側改革推動工業品價格上漲，東北工業企業利潤回升，消費增速有望短期企穩。而9月全國房地產銷售面積增速首現負值，房價增速大幅回落，受房價上漲帶動的三四線城市消費增速面臨回檔。長期消費趨勢的判斷需關注人口結構的變動，我國人口結構呈現老齡化和低齡化趨勢，老齡化帶來的醫療和養老需求不可忽視，而低齡人口需求集中在嬰幼兒

用品和教育服務。此外，恩格爾定律表明，科教文衛等新興消費比重與收入水平正相關，現階段東部省份要明顯快於中西部，而隨著區域經濟發展更加協調，中西部與東部地區收入差距的縮小有望帶來新興消費進一步增長。

行業點評

石油化工：“煤改氣”初見成效，前景廣闊

環保壓力下“煤改氣”政策密集出臺。2013年9月，為進一步改善空氣品質，國務院印發《大氣污染防治行動計畫》（又稱“大氣十條”），提出推進“煤改氣”工程建設。2017年是“大氣十條”第一階段的收官之年，為了全力抓好京津冀及周邊地區秋冬季大氣污染治理，2017年8月環保部聯合多部委共同發佈了《京津冀及周邊地區2017-2018年秋冬季大氣污染綜合治理攻堅行動方案》，提出全面完成以電代煤、以氣代煤任務，同時全面完成燃煤小鍋爐“清零”任務。同期，財政補貼政策配套出臺，促進“煤改氣”政策有效實施。

重點城市煤炭消費回落，天然氣消費量快速增長。“2+26”城市所在省市，煤炭消費量穩中有降，北京、天津、河北、河南、山東、山西2016年煤炭消費量13.6億噸，同比下降1%。與此同時，天然氣消費量在快速增長。2016年北京、天津、河北、河南、山東、山西天然氣消費量509.84億方，同比增長22.1%。

居民煤改氣：實現散煤“清零”。2017年“2+26”城市需要完成以電代煤、以氣代煤約388.82萬戶。其中，北京市30萬戶、天津市28.7萬戶、河北省211.39萬戶、山西省39.8萬戶、山東省40.93萬戶、河南省38萬戶。按照每戶冬季用氣約1000立方米計算，“以氣代煤”有望拉動2017年天然氣需求增長38.88億立方米。通過進一步測算，我們預計2020年全國農村居民用氣量將達到337.20億立方米。

工業煤改氣：淘汰燃煤小鍋爐。根據“攻堅方案”，2017年10月底前淘汰小鍋爐4.3萬台，共計超過5.9萬蒸噸/小時。按照1蒸噸60萬大卡，鍋爐年執行時間7000小時計算，10月底前淘汰的燃煤小鍋爐將新增天然氣需求321億立方米。

重點上市公司：在國家低碳政策和氣價改革的推動下，我國天然氣需求有望實現快速增長，推動全產業鏈持續發展。“煤改氣”政策的推進將進一步刺激天然氣需求，建議關注天然氣全產業鏈佈局的新奧股份、中天能源，以城市燃氣等下游市場為發展方向的勝利股份、新奧能源（港股）。

風險提示：改革進度低於預期，天然氣下游需求增速低於預期，政策風險等。

公用事業：2017年10月電力資料點評：10月全社會用電量同比增長5.0%

1. 全社會用電量數據：10月用電量同比增長5.0%。

2017年10月，全社會用電量5130億千瓦時，同比增長5.0%，較之9月份7.2%的同比增速，下降2.2pct。1-10月，全國全社會用電量52018億度，同比上升6.7%，較之1-9月份6.9%的同比增速，下降0.2pct。

2. 分行業用電量：2017年10月，第一、三產業用電量增速上升，第二產業用電量、城鄉居民用電量增速下降。

分產業看，10月份，第一產業用電量84億千瓦時，同比增長3.6%，9月份同比增長3.0%，增速上升0.6pct；第二產業用電量3650億千瓦時，同比增長3%，9月份同比上升5.1%，增速下降2.1pct；第三產業用電量708億千瓦時，同比增長12.4%，9月份同比增長11.9%，增速上升0.5pct；城鄉居民生活用電量688億千瓦時，同比增長8.7%，9月份同比增長11.7%，增速下降3pct。

2017年1-10月，分產業看，第一產業用電量995億千瓦時，同比上升7.4%，1-9月同比增加7.8%，增速下降0.4pct；第二產業用電量36280億千瓦時，同比上升5.7%，1-9月同比上升6.0%，增速下降0.3pct；第三產業用電量7367億千瓦時，同比上升10.7%，1-9月同比增10.5%，增速上升0.2pct；城鄉居民生活用電量7376億千瓦時，同比上升7.6%，1-9月同比增7.5%，增速上升0.1pct。

3. 火電、水電發電情況：10月當月水電發電量同比上升，火電同比下降

10月份全國火電、水電發電量分別為3475、1079億千瓦時，同比增長-2.8%、16.9%；1-10月份全國火電、水電發電量分別為37993、9234億千瓦時，同比分別增長5.4%、2.2%。

風險提示：來水波動可能使水電盈利波動較大；經濟波動帶來用電需求增速不確定性、上網電價下調時間和幅度不確定。

基礎化工材料製品：預計VA、VE價格將繼續上漲

受BASF事件影響，我們預計VA、VE價格將繼續上漲。截至11月21日歐洲VA(100萬IU)現貨價格報價至220-225歐元/kg，歐洲VE現貨價格上漲至17-20.5歐元/kg。目前海外報價高於國內，我們預計國內價格將會跟隨海外價格繼續上漲。受BASF事件影響，我們預計VA、VE價格上漲趨勢至少保持到2018年2季度，VA價格看漲至800-1000元/千克，VE價格看漲至200元/千克。

重點推薦：新和成、金達威、浙江醫藥、兄弟科技、花園生物等。

風險提示：維生素產品價格下降風險。

有色金屬：全球鎳產量2013-2016年有所下降

全球鎳產量2013-2016年有所下降。同時，2007-2016年，中國鎳產量占全球比重也在逐年提高，從14.82%增長到了31.09%。2017年國內前三季度不銹鋼產量1881萬噸，同比增加8.6%。受鋼廠檢修停產影響以及印尼青山對國內市場的衝擊，安泰科預計全年產量2500萬噸，其中200系、300系、400系分別占比28.74%、50.50%、20.74%。我們保守估算三種不銹鋼平均含鎳量分別為2%、8%和0%，按照過去四年原生鎳平均占比82.7%計算，預計2017年不銹鋼消耗原生鎳95.5萬噸。

根據我們之前對未來幾年新能源車型銷量、正極材料及電池容量的統計，動力電池領域鎳三元電池需求：高增速基於如下利好：1. 新能源汽車未來幾年仍有很高的景氣度；2. 基於鈷價過高和高能量密度考慮，高鎳三元為發展方向；3. 特斯拉採用NCA電池，預計2020達產後釋放6.8萬噸鎳需求。

我們預計全球原生鎳2018年供給短缺8萬噸，並在未來3年內維持短缺狀態。

風險提示：高鎳電池發展不及預期。

傳媒：遊戲行業需求仍然旺盛

遊戲行業需求仍然旺盛。近期，網易、騰訊、小米、英雄互娛等國內遊戲大廠商紛紛佈局“吃雞”類手遊，多款產品上線點燃玩家熱情。目前騰訊帶有荒島特訓模式的《穿越火線：槍戰王者》和網易的《終結者2：審判日》位居國內IOS免費榜前兩位，而年初的現象級產品《王者榮耀》現僅位居第三位置，吃雞類手遊火爆程度由此可見一斑。而板塊整體估值低，許多白馬公司2017年動態PE不到30倍，建議重點關注。影視、體育和教育板塊2017年來整體估值回落明顯，而行業景氣度依舊，建議長期關注。目前傳媒板塊低位，關注龍頭低估值個股：完美世界、三七互娛、帝龍文化、光線傳媒、威創股份、當代明誠、分眾傳媒、視覺中國、捷成股份。

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。

紡織與服裝：跨境出口B2C：行業方興未艾，萬億藍海待開發

跨境電商B2C行業萬億藍海待開發。跨境電商是通過網路完成交易的商業模式，2008年前後面向海外個人消費者的跨境業務起步，各類立足平臺或自建網站型的B2C企業湧現。跨境電商B2C是跨境大類中一個分支，根據阿裡研究院2015年跨境出口B2C規模超五千億元，2012-2015年CAGR為41%，根據阿裡研究院預計2020年跨境出口B2C市場規模可超兩萬億，巨大的市場空間待挖掘。

跨境出口規模結構性增長，成長型行業方興未艾。2016年中國一般貿易出口額為13.8萬億元，同比下滑2.0%，已連續兩年下滑，2011-16年CAGR僅為2%。相比之下跨境出口B2C行業2012-2015年CAGR達到41%，整體出口下滑的環境下，跨境出口B2C高增長的原因為：1) 中國製造產品具價格優勢；2) 電子資訊化提高交易效率；3) 交易扁平化壓縮管道成本。

政策保駕，推動行業發展。頂層設計方面，2013起國務院相繼頒佈政策檔要求優化完善交易中的支付、稅收、收結匯、檢驗、通關等環節政策。同時，商務部、發改委、商務部、質檢總局、外匯管理局等職能部委根據指導意見分別制定相應政策，從政策上保證合法交易，建立行業秩序。

資本助力，龍頭企業加速成長。如前所述跨境出口B2C行業複合增速超40%，而現龍頭企業收入增速遠高於行業平均，龍頭優於行業平均主要系：1) 部分企業擴大規模後無法保持相同經營效率；2) 行業處於粗放發展階段，備貨量決定了增長的天花板；3) 有海外倉的企業在發貨和服務上更能滿足消費需求，形成正向迴圈。

近年，隨著行業被市場認可，諸多跨境出口企業先後在主機板、新三板獲得融資，公司業務快速擴大，從環球易購來看，2014年獲得融資後，銷售快速增加，2014/15年收入分別為14.2/37.3億元，同比增長204%/163%，較2013年135%的增速大幅提升，資本對於成長性行業支持帶來的效果可見一斑。

“平臺x品類x地區x語言x……”多維度提升規模。現行業中企業主要按銷售平臺、貨品種類、主力銷售區域、是否有自有品牌、語言等要素區分，未來可依靠新增元素擴大覆蓋面：主流平臺→新興平臺、無品牌產品→自有品牌產品、歐美主流市場→新興國家和地區、單一英語→多小語種。

建議關注跨境通、價之鏈、通拓科技。跨境通作為第一家A股跨境電商企業，現龍頭地位明確，在電子、服裝領域都具備優勢，現積極深化精細化管理，加強行銷端免費流量建設，提升產品端品質，改善售後服務管理，旨在加強客戶消費粘性。潯興股份已完成收購價之鏈65%股權，價之鏈構建的是“電商貿易+電商服務+電商學院”三位一體生態閉環，在B2C貿易基礎上開拓電商服務業務。華鼎股份公告擬以29億元收購通拓科技100%股權，對應2017年業績承諾為14.5倍，通拓經過多年經營形成“跨品類”、“跨平臺”、“跨語種”等全方位的立體式業務佈局，完成融資後將在垂直平臺、產業園建設上繼續發力。

風險提示。國際貿易摩擦加劇，海外終端零售疲弱。

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。