

## 宏觀

### 出口緩進口降，順差大幅改善——12月外貿資料點評

根據海關總署統計，美元計價下，17年12月我國出口總額同比增長10.9%，進口同比增長4.5%。12月貿易順差規模大幅增加到546.9億美元。我們的點評是：出口緩進口降，順差大幅改善。

我們的觀點：

一、出口增速略有放緩。17年12月我國以美元計價出口同比10.9%，增速較11月略有放緩，但在歐美日等主要經濟體復蘇的拉動下，12月出口仍是較高增速，17年全年出口同比增加7.9%。

二、發達經濟外需仍強。從國別和地區來看，17年12月我國對日本（14.9%）出口增速創15年3月以來新高，對美國（12.7%）和歐盟（12.7%）出口增速略降但也是較高水準。但對新興經濟出口分化，其中對印度（26.2%）、香港（7.4%）出口繼續改善，對韓國（-6.1%）、東盟（8.3%）出口明顯回落。

三、進口大幅下滑。數量上，17年12月我國對鐵礦石（-5.4%）、原油（-7.4%）和銅（-8.2%）進口增速全面轉負。金額上，鐵礦石價格回落，12月進口鐵礦石（-9.9%）、原油（21.4%）和銅（12.7%）的增速均大幅下滑。17年12月我國進口同比大降至4.5%，一方面國內部分中下游行業12月以來開工下滑，同時16年基數也略高。

四、順差大幅改善，匯率短期穩定。17年12月進出口資料印證了當前全國製造業PMI回落、需求外強內弱的格局。12月貿易順差擴大至546.9億美元，是年內最高水準，而17年全年順差4307億美元，較16年降低790億美元。17年下半年來人民幣匯率壓力緩解，單邊貶值預期基本消除，短期仍將在合理區間維持波動。

## 策略

### 理性看待11連陽

理性看待11連陽，目前仍是躁動行情。自2017年12月28日以來上證綜指和滬深300均創出了11連陽，這是1993年以來最長連陽。這不禁讓人思考，行情已經進入到全面爆發的牛市中期了嗎？仔細分析11連陽，12月28日以來上漲的有2228檔股票，占比為70.0%，其中超越上證綜指4.68%漲幅的有924只個股，占比28.3%。11連陽上證綜指僅漲4.68%，期間上漲個股數量超過下跌個股數量的交易日只有5天，並且沒有一天上漲個股數量占比超過80%。而2006年6月15-29日的11連陽行情中上證綜指上漲9.16%，10個交易日中有8天上漲個股數量超過下跌個股數量，3天上漲個股數量占比超過了80%。2015年3月11-24日的10連陽行情中上證綜指大漲12.34%，10個交易日中有7天上漲個股數量超過下跌個股數量，4天上漲個股數量占比超過了80%。由此可見，這次仍是躁動行情，還不是牛市中期的特徵，戰略上樂觀，但大機會仍需等待。

躁動行情仍會反復多變。回顧歷史，春季躁動行情結束多受政策因素影響，如13年2月後半旬市場對房地產、貨幣政策的擔憂，14年2月後半旬杭州房價下跌和停貸事件引發信用風險高企下的衰退性擔憂，16年4月中市場對債務違約和金融風險暴露的擔心，17年的3月底4月初的金融監管。展望未來，通脹因素值得關注，CPI Wind一致預期資料1月為1.53%，2月為3.05%，1月份由於基期資料較高，數值可能較低一些，但近期受到天氣降溫影響，農產品價格出現上漲，1月份CPI資料可能高於預期，2月份CPI預期數值較高。較高的通脹預期可能帶來市場對貨幣政策收緊的擔心，類似13年2月。同時春節之前半個月一般7天銀行間質押式回購加權利率會有明顯的上升，結合通脹預期和季節性因素，春節前期流動性可能偏緊。躁動行情整體偏向價值，建議關注政策和事件主題。

應對策略：理性參與躁動行情。市場目前雖已走出11連陽，但躁動行情變化多，變化快，需理性參與。2018年政策方面仍受金融監管主基調影響、同時預期春季CPI較高疊加春節前期利率一般上行，2月份資金面可能再次偏緊。著眼中期，市場出現類似於2017年6-10月的較大機會仍需等到3-4月基本面和政策面更明朗後。展望2018全年，中國經濟平盈利上，結構推動盈利回升將更持久，同時機構資金入場占比不斷提高，未來市場仍長期向好。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 行業研究

### 鋼鐵：政策仍是關鍵變數，鋼企盈利維持中高位

地產投資增22%，但鋼材消耗量仍低於2013年水準。

過去兩年鋼鐵板塊行情幾乎全部來自供給側改革。地條鋼產能淘汰1.4億噸，我們預計影響實際產量8000萬噸以上，此外還淘汰了5000萬噸非地條鋼產能，合計相當於全球產能的10%，這使國內鋼鐵行業產能利用率從約70%提升到約88%，盈利增幅巨大。

我們預計房地產、基建投資增速可能下降。房地產投資景氣度一般不超過兩年，在不追求GDP且去杠桿的背景之下，我們認為此前包頭地鐵項目、呼和浩特地鐵高速等專案停建釋放出國家加強PPP專案監管信號，預期對鋼材需求影響較大。

我們預計到2018年中期鋼鐵行業基本面都表現良好。2018年1-2月雖然供給大於需求，但更多是常規補庫；限產截止3月31日，此時春節開工旺季，基本面仍無明顯壓力。

我們預計2018年旺季後業績出現拐點，但盈利仍可保持在中高位。我們認為2018年產能淘汰可能極少，而通過產能置換、設備複產及電爐鋼投產等方式使產能增加，而需求因房地產及基建略有下降，我們認為2018年旺季後業績開始下降，但由於產能利用率仍高，業績也將維持在中高位。

預計四季度業績環比三季度增長15%左右。我們預計四季度噸鋼盈利再創新高，但考慮到全行業限產10%及開工復工成本增加，四季度業績可能比三季度環比增長15%，但個別股票差別很大。

建議關注南方、不限產、板材為主企業。南方因鋼企較少、鋼價較高、製造業用鋼需求持續增長，我們預計不限產企業得利巨大。

上市公司分析。我們建議關注寶鋼股份：製造業用鋼龍頭；關注本鋼板材：產量有一定彈性且不限產；關注\*ST華菱：估值便宜，不減產且位於南方；關注太鋼不鏽：不鏽鋼龍頭，板材為主，限產不多。

風險提示。去產能政策執行不達預期；嚴控新增產能政策執行力度不及預期；下游用鋼行業需求超預期。

### **鋼鐵：現貨仍在尋底之中**

上周主要鋼材品種毛利繼續壓縮。上周螺紋價格繼續回檔，受北材南運影響，廣州20mmHRB400螺紋下跌540元/噸，上海下跌180元/噸，瀋陽下跌110元/噸；3.0mm熱卷廣州跌70元/噸，上海跌90元/噸，瀋陽跌70元/噸。相應毛利也不斷壓縮，上周各品種平均毛利估計壓縮近100元/噸。

節前鋼價繼續博弈。供需並未明顯失衡，從大數看，考慮到需求可能下降、限產期間的鋼材出口同比下降、新增產能約2000萬噸、淘汰可能只有很少等因素，鋼材資源可能並不會明顯短缺，使得各方謹慎，因此鋼價在新年的二月份可能仍會震盪尋底。春節前後資料逐漸清晰，也會給出方向。

我們預計鋼鐵股會窄幅運行。因為多餘產能已經淘汰，因此即使鋼價繼續下行，也不會像過去幾年一樣快速滑到沒有利潤，我們預計即使調整後到低點，企業盈利在歷史仍處於較好水準。

風險提示。行業波動性仍存；行業政策風險。

### **石油天然氣：規範稅收監管，成品油價格上漲**

近期成品油批零價格上漲的資訊較多。綜合和訊、隆眾等資訊，1月9日華南地區汽油價格上漲500-600元/噸，華東、華北、沿江及西南地區紛紛推漲200-400元/噸，1月12日山東地煉汽油漲價600元/噸。

加強稅收監管導致成品油價格近期大漲。1月初，國家稅務總局發佈《關於成品油消費稅徵收管理有關問題的公告》（以下簡稱《公告》），明確規定：所有成品油發票均須通過增值稅發票管理新系統中成品油發票開具模組開具。外購石腦油、燃料油用於生產乙烯、芳烴類化工產品的，應憑取得的成品油專用發票所載明的石腦油、燃料油的數量，按規定計算退還消費稅，其他發票或憑證不得作為計算退還消費稅的憑證。本公告自2018年3月1日起施行。

該《公告》使得成品油生產和經銷企業無法逃避繳納消費稅，影響最大的為調油生產企業；其次對於部分地方煉廠也將造成一定影響。過去幾年部分調油或地煉企業，通過規避消費稅，以較低的售價銷售成品油，對成品油市場形成了一定衝擊，中石化中石油也曾針對性的採取了降價等價格策略，以鞏固成品油市場份額。嚴格稅收監管，規範成品油市場。消費稅徵收監管趨嚴，將使得部分調油生產商不再逃避消費稅徵收，可能會造成成本上升，從而推動了一些地方的成品油價格上漲。我們認為這有助於維護成品油市場的健康發展，使得所有參與者在一個公平的市場環境下競爭。

投資機會。成品油市場環境的不斷規範，將有助於現有的規模生產企業繼續發揮規模優勢，穩定成品油生產及銷售盈利。關注石油化工企業中國石化、中國石化、上海石化；以及正在建設大煉化項目的民營煉化公司桐昆股份、恒逸石化、恒力股份、榮盛石化。

風險提示。原油價格回落可能影響行業盈利、成品油消費稅監管執行力度偏弱可能再次造成成品油市場的惡性競爭。

## 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。