

宏觀

擠出舊水分，釋放新活力——17年地方經濟全景觀察

17年地方經濟：下滑竟成主流，省際格局未變。17年全國GDP增速在經歷了連續6年下滑後首度出現反彈。但與16年相比，各省GDP增速7升5平19降，六成省份經濟增速出現下滑。分省經濟格局未變，西南繼續領跑，而東北華北依然墊底。經濟增速前5省份中，西南省份佔據4席，而東北省份排名依然靠後，遼吉黑三省增速均在全國倒數六名之內，華北省份同樣表現不佳。

總結17年各省經濟變化，我們歸納出四條主線，分別是：數據擠水分、環保限產、投資驅動，以及服務創新驅動。

擠出數據水分，天津內蒙失速。17年天津和內蒙古經濟增速大幅下滑，跌幅位列前三，主要緣於17年末兩省下修經濟數據擠水分。此時擠水分原因有二：一是地方官員考核不再“唯GDP論”；二是統計管理體制改革，令數據“摻水分”的空間不斷縮小。遼寧經驗表明擠水分後的經濟修復過程較為緩慢。

環保限產來襲，資源大省分化。17年鋼鐵大省河北經濟增速略有下行，而山西和陝西增速反彈回升。為何同為資源大省，經濟增速走勢不一？這主要是受環保限產政策的影響。雖然去產能和環保限產令鋼價在17年逐步走高，但河北省鋼鐵生產下滑嚴重，拖累經濟增速。去產能同樣推高煤價，但與河北不同，一方面，陝西省並不在採暖季錯峰限產之列；另一方面，煤炭行業在環保限產中的受影響程度要明顯小於鋼鐵，因此山西和陝西原煤產量有所上升，煤炭工業回暖帶動兩省經濟增速回升。

投資回報遞減，西南高位下滑。17年分省GDP增速由西南省份領跑，特別是貴州和雲南兩省，分別排名第一和第三位。但雲貴兩省高增長仍主要靠高投資來拉動，而兩省經濟體量有限，地方政府自身財力難以支撐投資的高速增長，不得不靠舉債維持。16年地方政府負有償還責任債務中，貴州省債務佔GDP比重高達74%，居於全國首位，雲南省債務佔GDP比重也高達43%，位居全國第三。但投資拉動經濟存在邊際回報遞減效應，目前雲貴兩省財政收入增速已降至低位，利息支出剛性使得財政壓力增大，靠舉債投資拉動經濟增長的持續性存疑。

服務創新主導，東部穩中有進。沿海發達省份穩中有進，在增速保持平穩的同時，增長更重質量：首先，服務業在沿海發達省份產業結構中已佔據主要地位，17年上海市服務業增加值佔GDP比重接近70%；其次，沿海發達省份更加注重創新增長。16年各省市研發經費支出佔GDP比重中，上海以3.7%排名第二，廣東排在第五，浙江排在第六。最後，沿海發達省份創業氛圍良好，對企業家精神的弘揚釋放了經濟活力。在17年私募和創投投資案例中，廣東、上海和浙江的投資案例數均在全國中位數水平的6倍以上。

地方經濟未來：下行壓力再現，動能繼續切換。地方政府制定的經濟目標反映其對未來經濟的預期，一定程度上領先於經濟實際走勢。18年各省經濟增速目標中下調省份數明顯上升，指向18年經濟仍有下行壓力。而從各省經濟模式及其表現看，“舊經濟”回暖帶來的影響已經過去，而“新經濟”仍將保持茁壯成長，地區經濟之間的分化仍將延續。

行業研究

有色金屬：銅、鋁加工龍頭市佔率穩中有升

銅加工材主要分為銅杆線、銅箔、銅管和銅板帶，中國2016年產量分別佔比為55%，2%，12%和15%。據安泰科，2016年世界銅加工材總產量為2522.4萬噸，其中中國銅加工材總產量1682萬噸，約佔世界的三分之二。銅加工產品主要分為：銅杆線、銅箔、銅管和銅板帶，據SMM統計，2016年產量分別佔比為55%，2%，12%和15%。

銅管龍頭、銅板帶龍頭楚江新材和眾源新材的市佔率均不斷提升。根據公司年報及安泰科數據，2016年楚江新材銅板帶材產量約15.21萬噸，約佔前20大公司總產量的17%；2015年銅板帶材產量約13.89萬噸，約佔中國總產量的5.67%；2014年銅板帶材產量約12.14萬噸，約佔中國總產量的5.14%，由此可見，楚江新材的銅板帶材市佔率不斷提升。眾源新材2014年紫銅帶箔產量約4.86萬噸，全國紫銅帶材產量約43萬噸，市佔率約11.3%；2015年紫銅帶箔產量約為5.67萬噸，全國紫銅帶材產量約45萬噸，市場佔有率約12.6%；2016年紫銅帶箔產量約為6萬噸，同時募集約3.63億元建設“年產3萬噸精密壓延銅帶箔項目”，預計公司在銅板帶材中紫銅帶箔這一細分行業的市佔率不斷提升。

鋁加工上市公司中，鋁板帶箔較鋁擠壓集中度更高。鋁加工產品可以分為鋁板帶、鋁箔、鋁擠壓材等。下游應用方面，建築業用鋁佔比為33%，是我國最大的需求領域；其次是交通、電力、包裝、機械製造等。2013-2017年，我國鋁加工產品產量由4085萬噸增長至6231萬噸，年均複合增速為11.1%，整體增速呈放緩趨勢。根據我們計算，中國忠旺、亞太科技、利源精製鋁擠壓材產量分別為67.5萬噸、12.7萬噸、11.7萬噸，市場佔有率分別為2.20%、0.41%、0.38%；南山鋁業和明泰鋁業致力於鋁板帶箔材的加工，其鋁板帶市佔率分別為3.95%和3.00%。

2016年以來，銅、鋁加工企業資產負債率下降。受益於金屬價格上漲，銅、鋁加工公司營收同比增速明顯提高，企業的資產負債率也多呈下行趨勢。而在盈利能力方面，由於加工行業公司的銷售定價模式多為當期金屬價格加上一定加工費。在金屬價格上漲時，加工行業公司難以直接分享收益。反映在財務數據上，2017年前三季度加工股的淨資產收益率和銷售毛利率相較於2016年並未出現大幅增長。

風險提示：下游需求不及預期，供給側結構性改革。

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。