

宏觀

社融增速新低，警惕信用風險——1月金融數據點評

社融增速新低。1月新增社融總量3.06萬億，同比少增6367億，為近三年的最低水平。從結構上看，金融強監管下表外非標融資受到明顯壓制，而對實體發放貸款增加2.69萬億，同比多增3800億，一方面反映年初銀行信貸衝動仍存，另一方面更為重要的反映融資需求從表外向表內轉移。

信貸依然高增。1月新增金融機構貸款2.9萬億，同比多增了8670億。整體上看，居民部門融資需求仍強，可能受到去年銀行額度限制而積壓的貸款需求的推動。1月企業中長貸增長1.33萬億，同比少增了2500億，考慮到非標融資的回落，企業部門整體融資有較大幅度的下滑。信貸高增長主要也是金融監管趨嚴後，融資需求從表外轉向表內。

M2增速回升至8.6%。受企業和非銀存款回升的推動，1月M2同比增速回升至8.6%，但仍處於歷史低位區間。18年在控制宏觀杠杆率的政策背景下，整體融資環境收緊，對貨幣創造會繼續構成影響，預計M2保持個位數增長將成為新常態。

融資全面受限，貨幣回歸中性。年初以來金融監管政策繼續出臺，對通道業務進行全面封堵，非標融資在2018年將受到更加嚴格的限制。而債券市場利率依然高啟，貸款利率上浮，整體融資環境進一步趨緊，對經濟的壓制作用會逐步體現。但當前通脹壓力緩解，而經濟增速承壓，隨著宏觀審慎政策逐步落地，貨幣政策已經從實際偏緊回歸中性。

警惕信用風險爆發。非標融資大幅萎縮，信用債也大幅縮水，但今明兩年是信用債和非標到期的高峰時點，而銀行表內貸款受資本約束，必然有大量中小企業拿不到銀行貸款，償債信用風險增加。從更宏觀的角度來看，簡單測算下就會發現，2018年用於保障經濟增長的社會融資並不充裕。我們認為，相比較而言打破剛兌、出現大量信用違約的概率比較大，這或許也是中國債務經濟轉型必須經歷的陣痛。

行業研究

農業：水稻系列研究之二：最低收購價下調對水稻種植影響幾何？

國家發改委公佈2018年水稻最低收購價格。2月9日，國家發改委公佈2018年水稻最低收購價格：2018年生產的早秈稻（三等，下同）、中晚秈稻和粳稻最低收購價格分別為每50公斤120元、126元和130元，比2017年分別下調10元、10元和20元。我們認為今年最低收購價下調幅度較大，但符合市場預期；預計2018年水稻種植面積將調減1000萬畝左右，其中早秈稻、粳稻分別調減800萬畝、500萬畝，中晚秈稻將增加300萬畝左右。

最低收購價制度的前世今生。1999-2003年，我國著手對糧食流通體制進行市場化改革，水稻種植面積調減逾7000萬畝。為更好地保護農民利益，解決水稻產量大幅下降帶來的糧食安全問題，我國於2004年發佈稻穀最

低收購價，並研究制定了稻穀最低收購價預案，最低收購價政策正式出臺。2004年至今，最低收購價政策經歷了三大發展階段：2004-2007年為起步階段；2008-2014年為主要運用階段；2015年以來，在農業供給側結構性改革的大背景下，最低收購價政策顯現出退出跡象。最低收購價制度的實施效果較為顯著：一方面，水稻整體種植面積明顯提升；另一方面，不同類型水稻出現分化，其中早秈稻種植面積下降趨勢減緩，粳稻種植面積及其佔比明顯增加。

最低收購價政策調整為哪般。2015年以來最低收購價政策逐漸顯現出退出跡象。2015年，我國未對三類水稻的最低收購價作出調整，結束了過去連續7年的全面上調趨勢；2016年，早秈稻最低收購價首次出現下調；2017年，三類水稻最低收購價全面下調；2018年，我國繼續全面下調稻穀最低收購價，並且下調幅度明顯強於去年。最低收購價政策的定價機制正在從“成本加成定價”向“保本定價”轉變，市場機制在價格形成中的重要性日益凸顯。我們認為，最低收購價政策調整不僅為了通過調減水稻種植面積促進庫存去化，也與消費升級背景下民眾對優質稻穀需求的增加相契合。

降低水稻最低收購價對水稻種植的影響。我們認為今年最低收購價下調幅度較大，但符合市場預期。從整體來看，預計2018年水稻種植總面積將調減1000萬畝左右。此外，不同水稻類型的種植面積分化加速：早秈稻種植面積將持續性下降，預計2018年調減800萬畝；粳稻種植面積整體調減500萬畝左右，優質粳稻佔比或上升；中晚秈稻種植面積將保持穩定甚至略有上升，我們預計2018年將調升300萬畝左右。

降低水稻最低收購價對隆平高科的影響。我們認為，隆平高科受水稻最低收購價下調影響較小。（1）公司的水稻種子主要面向雜交中秈稻市場，這一細分市場的水稻種植面積將保持穩定甚至略有上升；（2）最低收購價下調將引導農戶選用優質稻種，與公司主營中高端水稻種子的經營策略相契合，預計農戶種植結構優化將提升對公司的水稻種子產品需求；（3）最低收購價下調對小型種子企業的衝擊較大，部分小企業或將退出種業市場。在隆兩優、晶兩優系列產品的帶動下，我們預計新銷售季度公司的市佔率仍會有較為明顯的提升。

風險提示。政策實施效果不達預期。

基礎化工材料製品：染料行業，2018 化工漲價最具確定性品種

我們一直認為染料是2018年化工產品中漲價最具確定性的品種。往年11月到1月是淡季，產品價格會下跌，2017年年底價格不跌反漲，目前報價已達4.5萬元/噸，成交價也快速跟進。目前整個產業鏈庫存處於近年來低位，尤其是下游印染企業和經銷商經過兩年去庫存目前處於較低水平。

關注染料最重要的是成交價而不是報價，16、17年報價漲幅較大但實際成交價沒有跟進。此輪漲價成交快速跟進，根據卓創資訊，目前主流成交價已突破3.5萬元/噸。2017年是化工行業環保和安全監管大年，不少中小企業由於環保和安全生產問題陸續停產，行業供求格局進一步向龍頭企業集中。

風險提示：染料價格下跌。

新能源板塊：新能源汽車開門紅，看好“一季度”行情

新能源汽車板塊大幅上漲原因：銷量+政策+估值。

1) 1月銷量大增，新能源汽車合計銷量近4萬輛，同比5.6倍，雖然銷量環比下降，但17年四季度中游板塊基本處於去庫存階段，所有單就電池、電池材料板塊1月份環比產銷量亦有明顯增長；

2) 市場預期近期18年補貼政策將落地，政策底出現；

3) 截止昨天鋰電池指數已經降至16年初的水平，而新能源汽車產銷量卻是16年的1倍，同時基金持倉來看已經降至近兩年最低點，尤其是中游板塊，18年PE估值也降到了20-30倍左右；我們認為，在滬深300股價大幅調整的情況下資金換倉往往會選擇成長型最確定的新能源汽車板塊。

就產業鏈上下游來看，鈷鋰領漲，中游跟漲的邏輯沒有變化；鈷是量價齊升，鋰是量升價穩；鈷建議關注道氏技術。中游板塊的話有兩個特點，一是基本都是以量補價的邏輯，二是價比量重要，建議關注創新股份、天賜材料、多氟多、杉杉股份。

風險提示：新能源汽車補貼政策不及預期。

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。