

2018年4月11日

銷售部 - 投資策略

宏觀

物價大幅回落，通脹壓力不大——18年3月物價數據點評

2018年4月11日，國家統計局公佈18年3月的通脹數據，CPI同比大幅回落至2.1%，PPI同比繼續回落至3.1%。我們的觀點是：物價大幅回落，通脹壓力不大。

3月CPI回落。3月CPI環比下跌1.1%，同比大幅回落至2.1%，春節等短期因素消退，食品和非食品價格均回落到正常水。具體來看，節後鮮菜、鮮果、豬肉、水產、雞蛋價格均大幅回落，3月食品價格環比下跌4.2%，同比回落至2.1%；儘管服裝、房租價格季節性有所回升，但節後集中出行減少，交通旅遊價格大幅下降，成品油價格下調，3月非食品環比下跌0.4%，同比也回落至2.1%。

預測4月CPI微降。4月以來豬價儘管趨於穩定，但相比去年的均值已經下跌了近20%，今年仍會是CPI的主要拖累，這也印證了我們去年底的判斷。其它食品價格保持相對穩定，預計4月CPI環比走，同比微降至2.0%。

3月PPI續降。3月PPI環比下降0.2%，同比繼續回落至3.1%。從行業來看，燃氣生產供應、化學原料和製品價格環比降幅擴大，油氣開採、燃料加工、汽車製造由升轉降，黑金冶煉加工由降轉升，造紙業漲幅擴大。

預測4月PPI暫穩。4月以來油價有所回升，鋼價暫穩，煤價繼續下跌，預計4月PPI環比下跌0.3%，但去年基數在2季度有所走低，PPI同比或暫時穩定在3.2%。

通脹壓力不大。今年以來隨著實體利率上升、非標通道融資收緊，社融增速已降至11%附近，預計年底或進一步降至10%甚至以下，名義GDP增速可能會降至8%左右。貨幣、社融增速均下行背景下，整體通脹相比去年會有明顯回落，3月CPI和PPI同比的回落，也說明今年通脹壓力並不大。

策略

陸港通每日額度擴大影響小，看好A股

①港通每日額度擴大短期影響較小。證監會4月11日宣佈自5月1日起將滬深兩市陸港通北上、南下資金每日額度分別調整為520、420億元，較目前額度均擴大四倍。我們認為此舉旨在落實習主席在博鰲論壇提出的“中國開放的大門不會關閉，只會越開越大”，進一步完善兩地股市互聯互通機制，同時保證6月A股納入MSCI後帶來的短期資金集中配置需求。我們認為此舉對A股影響較小，陸港通全

面開通以來，北上資金日均使用額度9.7億元，佔目前每日額度3.7%，南下資金日均20.7億元，佔比9.9%。

②二季度策略報告《撥雲見日——2018年2季度市場展望-20180408》觀點：一季度市場波動加大、擔憂變多，4月往往是行情決斷期，預計三大擔憂望逐漸消退。基本面：新時代經濟盈利上，預計全部A股18年淨利同比13.5%；金融監管：“中醫調理”式降杠杆需要激活資本市場投融資功能；風格：籌碼再衡導致短期漂移，最終業績為王，走向均衡。

③市場進入理性再衡階段，價值、成長兩邊抓龍頭。價值龍頭看好金融尤其是銀行，我們認為近期銀行上漲核心在於估值盈利匹配度好。4月業績密集公佈期，成長去偽存真，有業績支撐的成長龍頭更好，如5G、半導體，醫藥。

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。

龍頭公司支撐創業板盈利增速回升——2018年一季報預告點評

1. 2018年一季報預告顯示中小創業績高增長

2018年一季報預告顯示中小創業績高增長。截止4月10日，披露一季報預告的公司共1244家，主板、中小板、創業板披露率分別為4.4%、49.2%、98.9%。每個公司一季報預告的淨利潤是一個區間，我們取其上下限的算術均值近似代替為一季報的淨利潤值，由此進行後續的所有分析。從一季報淨利潤同比來看，主板、中小板、創業板分別為234.1%（披露率僅為4.4%）、49.5%、34.8%，而2017年年報和快報顯示為18.9%、23.1%、-4.9%，中小創業績保持高增長。從估值看，目前主板PE（TTM，整體法，下同）為15.4倍，處於05年以來估值從低到高的30%分位，中小板PE為35.6倍，處於05年以來估值從低到高的37%分位，創業板PE為54.8倍，處於10年以來估值從低到高的41%分位。

2. 2018年一季報預告創業板歸母淨利累計同比34.8%

2018年一季報預告創業板歸母淨利累計同比34.8%。①2018年一季報預告創業板歸母淨利累計同比為34.8%，業績回升趨勢類似2013年一季度。以披露一季報預告的公司為樣本，創業板全體2018Q1/2017Q4淨利累計同比分別為34.8%/-4.9%，創業板指（100家）為33.7%/3.0%，創業板50指數為56.2%/16.6%，整體上創業板盈利增速回升。若剔除溫氏股份和東方財富（下稱溫氏和東財）後，創業板全體2018Q1/2017Q4淨利累計同比分別為27.3%/0.1%，創業板指（100家）為39.0%/17.0%，創業板50指數為53.5%/22.0%。②預告顯示2018Q1創業板滾動歸母淨利同比（TTM）為-2.2%，估值和盈利匹配度不及2013年4月。根據一季報業績預告，創業板全體2018Q1/2017Q4滾動歸母淨利同比分別為-2.2%/-4.9%，創業板指（100家）為11.4%/3.0%，創業板50指數為27.7%/16.6%，創業板業績持續改善，其中大市值個股改善幅度最大。

3. 2018年一季報預告創業板龍頭公司業績更優

一季報預告顯示創業板內醫藥、傳媒和基礎化工業績較好。2018年一季報業績預告顯示，創業板內部淨利潤佔比和淨利同比增速較高的行業主要包括醫藥、傳媒、基礎化工等。預告顯示醫藥行業2018年一季度歸母淨利同比為36%，而2017年為14%，對應2018年一季度淨利潤佔比為15.6%，最新總市值佔比為15.5%。傳媒行業2018年一季度歸母淨利同比為116%，而2017年為-155%，對應2018年一季度淨利潤佔比為13.5%，最新總市值佔比為7.1%。基礎化工行業2018年一季度歸母淨利同比為63%，而2017年為39%，對應2018年一季度淨利潤佔比為11.1%，最新總市值佔比為7.4%。

風險提示：業績預告與實際公佈業績存在差距。

固定收益

不一樣的美元荒

美元LIBOR-OIS利差創9年新高。伴隨著美聯儲加息週期的開啟，美元Libor利率自2015年底再度進入上升週期，截至4月5日，3M美元Libor利率2.33%，創次貸危機以來的新高，與此同時美元LIBOR與OIS的利差飆升至59BP，創下09年5月以來的新高。LIBOR-OIS利差一度被視為金融風險的衡量指標，08年次貸危機和12年歐債危機中，美元、歐元、英鎊等LIBOR與OIS利差均出現大幅走擴。

並非08、12年，類似2016年。本輪利差飆升與08年次貸危機、12年歐債危機不同，並非是信貸危機的爆發。而是像2016年一樣，由於美國自身的原因導致離岸美元融資收緊，出現“美元荒”，體現為日元、歐元、英鎊LIBOR與OIS利差保持穩定。

利差上升的原因何在？

特朗普政策週期下的美元回流。1) 特朗普稅改政策將企業海外回流利潤的所得稅率從35%下降到15.5%-8%，企業有動力將海外留存利潤匯回，形成美元回流的趨勢。2) 美國稅改法案中有一項“稅基侵蝕和反濫用稅”，主要是對進口服務、無形資產等增加額外稅收，增加了美元的融資成本。3) 特朗普正式開啟對華貿易戰，意在減少貿易逆差，通過美元的回流，幫助美國國內製造業等重新崛起。因此在美國減稅+貿易戰的政策思路下，美元加快流入國內，加劇了全球的美元荒，也導致了LIBOR利率的上升。

聯邦政府赤字上升，短期國債發行增加。減稅政策的負面影響是政府收入減少，財政赤字攀升。18年前兩個月美國聯邦政府財政收入同比僅增長0.17%；財政赤字同比上升17.9%。財政赤字加劇的結果是美國國債的供給增加，18年一季度美國國債淨發行4164億美元，其中短期國債淨發行3420億美元，創下歷史新高。短期國債供給的增加，對短端利率形成壓制，同時也使得離岸市場的美元供給減少，LIBOR利率飆升。

美聯儲加息週期開啟。此前的美聯儲的量化寬鬆政策之下，美元流入全球市場，帶動全球開啟了一輪寬鬆週期。而15年以來美聯儲已經6次加息，基準利率由0.25%上調至1.75%，寬鬆週期面臨終結，美元也將逆向回流美國，LIBOR利率的飆升則成為這輪“美元回流”的信號之一。

增加企業美元債務負擔。儘管美聯儲已經開始逐漸用SOFR等利率取代美元Libor，但目前美元Libor仍是證券和信貸市場重要的定價基準。從我國情況來看，存量企業美元外債（債券及借款）約7200億美元，其中30%為浮動利率，不少是以Libor為基礎利率進行定價，美元Libor的飆升無疑將增加企業外債壓力，反映為3月新增外債同比環比均減少、且浮動債務比重減少。具體來看，18年3月我國企業外債同比和環比分別減少310和280億美元，浮動利率佔比39%、環比降12個百分點、同比降5個百分點。

對我國債市影響有限。此次美元Libor-OIS息差走高是離岸美元結構性短缺，且在“美聯儲加息+減稅+貿易保護”的三重政策疊加下，不排除離岸美元的流動性壓力出現進一步上升的可能。但在歐、日等Libor-OIS利差基本保持穩定的前提下，此次美元Libor-OIS息差飆升並非全球系統性風險。而且，從歷史數據上看，Libor利率與我國債市走勢相關性不大，因此目前來看，美元Libor-OIS息差對我國債市影響或有限。我國債市未來走勢主要受國內基本面和貨幣政策變化影響。我們認為目前支撐債市上漲的核心動力來自於社會融資增速的下滑，社融下滑表明資金供需改善，也預示後續經濟通脹趨於回落。因此，相對於此前央行放水帶來的利率下降，本輪利率下行更可持續。

行業研究

信息設備：解密雲網絡設備商ANET 高成長之路，紫光股份、星網銳捷再走中國路徑

把握北美雲計算需求，收入利潤快速提升，市值2年4倍。Arista網絡（ANET.N）是美國一家專為數據中心提供雲計算網絡設備的企業。近年來把握北美以Google、Amazon等為代表的互聯網巨頭對高端/靈活IDC網絡設備的需求，收入、淨利潤快速提升。2017年，公司營收16.46億美元（+45.69%），淨利潤4.23億美元（+129.76%）；自2011年起收入複合增速為50.79%，淨利潤複合增速為52.22%、超過13倍增長，目前市值197億美元。2016年至今，股價漲幅約為400%，並逐步成為全球雲網絡設備的領導者之一。

北美雲計算市場加快發展，大型數據中心推動雲網絡設備需求提速。近年來，伴隨雲計算技術的完善和規模優勢的不斷顯現，美國大型互聯網公司加速大型數據中心建設，全球雲計算規模快速提升。2017年全年，全球超大規模雲和互聯網服務公司資本開支達到220億美元，同比增長19%。在傳統運營商資本開支增長乏力背景下，大型互聯網公司正在全球大規模進行數據中心建設，在推動信息設備速率加速提升同時，也成為全球信息設備需求的強力拉動者。

國內市場空間巨大，發展加速向上。2017年美國大型數據中心佔全球44%左右，中國佔比為8%。相對於美國在數據中心規模上的巨大差距，中國在人口基數、市場需求方面空間巨大。而伴隨國內阿裡、騰訊等互聯網巨頭的崛起，我們認為中國的大型數據中心建設正呈現出加速發展的態勢。

國內企業全球競爭力穩步提升，優質雲網絡企業迎發展良機。近年來中國信息設備企業技術實力不斷夯實，市場份額加速提升。2017年Q3思科、Juniper等傳統網絡交換機巨頭均呈現出份額下滑態勢；而華為、新華三等國內企業市場份額穩步上升。伴隨著國內雲網絡需求的提升，我們認為紫光股份、星網銳捷等公司有望充分受益，並迎來發展良機。

行業維持“增持”評級。透過Arista高速成長，我們認為大型互聯網企業的IDC信息基礎建設正強力拉動雲網絡設備的需求。在北美企業示範效應下，國內以阿裡、騰訊等為代表的互聯網公司正加速大型數據中心建設。目前國內以新華三、華為、銳捷網絡為代表的優秀網絡設備供應商正加速SDN技術研發，雲網絡技術實力不斷提升。在市場、技術雙重驅動下我們認為國內雲網絡設備的需求有望快速提升。

重點推薦國內雲網絡設備的行業龍頭紫光股份，和渠道優勢明顯、加速下游客戶合作的星網銳捷。建議關注其他在雲計算設備領域具有優勢的美股相關公司。

風險提示：雲計算產業競爭生態的持續變化；市場的系統性估值波動。

食品：乳品行業3月月報：國內外原奶價格漲跌互現，維持行業趨勢向好判斷

國內奶價環比略跌，國際奶粉價格震盪上行。近期國內原奶價格小幅回落，3月21日主產區生鮮乳最新報價為3.47元/kg，同比下跌1.7%。3月生鮮乳均價為3.46元/kg，環比降0.3%。國際上，全脂奶粉價格年初以來普遍呈現震盪上行趨勢，脫脂奶粉價格漲跌不一。荷斯坦、IFCN、GDT等數據來源顯示，最新一期價格分別為：3月，美國脫脂奶粉均價格為1545美元/噸，環比下降2.7%。3月16日-18年3月30日，大洋洲脫脂奶粉均價1937.5美元/噸，環比上漲4%，全脂奶粉均價格3225美元/噸，環比下跌0.4%；同期，歐盟脫脂奶粉均價1600美元/噸，環比下跌0.8%，全脂奶粉均價3212.5美元/噸，環比下降0.4%。4月3日，恒天然全脂奶粉拍賣均價3278美元/噸，同比上漲12.1%，環比上漲1.6%。年初以來國內乳製品進口較快增長。1-2月我國工業奶粉共進口25.2萬噸，同比增長16.8%；嬰幼兒配方奶粉進口3.81萬噸，同比增25.7%；液態奶共進口10.63萬噸，同比增長39%。2017年全球主要乳製品出口國共出口奶粉397.72萬噸，同比增長2.5%。飼料原料價格方面，2月國內玉米價格環比下降0.7%，同期，豆粕價格環比上漲1.5%；1月苜蓿草進口量環比增長32.6%，同期，燕麥乾草進口量環比增長26.2%。

1-2月乳製品產量同比高個位數增長，產品價格穩中有升。2017年國內乳製品累計產量2935萬噸，同比增長4.2%。2018年1-2月國內乳製品累計產量為430.2萬噸，同比增長8%。3月30日酸奶最新零售價14.42元/kg，同比增2.1%，環比持；牛奶11.62元/kg，同比增1.3%，環比增0.2%。2017年前三季度行業內8家上市公司共實現收入782.67億元/+13.7%；歸母淨利潤54.36億元/+12.9%。

資本市場表現。3月乳製品板塊下跌10.8%，上證綜指下跌2.8%，乳製品板塊跑輸大盤8pct。板塊中漲幅前兩名為麥趣爾、貝因美，漲幅分別為3.2%、3.1%，跌幅前兩名為伊利股份、廣澤股份，跌幅分別為12.2%、4.9%。

投資建議：行業趨勢向好。我們判斷2018年乳品行業仍有望保持較為景氣的市場需求；中長期看，未來集中度提升、產品結構升級以及產品創新成為行業內品牌龍頭企業收入持續增長的主要驅動力。據歐睿數據，乳製品行業兩大龍頭（伊利、蒙牛）市佔率從2012年的34.9%提升至2017年的43.8%，未來有望進一步提升。結合國內外供需、貿易環境及國內環保因素等綜合分析，我們判斷2018年奶價有望延續溫和回升趨勢，幅度我們預計在5%以內。原奶供給過剩矛盾緩解、奶價溫和回升背景下，我們判斷行業促銷有望放緩，結合行業復蘇收入加速增長的帶動下，我們預計乳企費用率下行趨勢

值得期待。年初以來，尤其是2-3月乳品板塊相對整個食品飲料板塊及上證綜指均表現較弱，我們判斷行業趨勢向好，關注伊利股份、蒙牛乳業、光明乳業。

風險提示。行業競爭未能如期放緩，食品安全問題，原奶價格大幅波動。

有色金屬：堅定看好貴金屬板塊

近期海外黃金股和金價的波動較小而A股黃金股上漲較大。我們認為這是A股貴金屬板塊被投資者看好的凸顯。從A股的環境而言，由於國內農產品價格的上升導致國內的通脹預期抬頭，同時黃金股的關注前期較低，地緣政治的風險也推升國內的投資需求。A股推薦業績高彈性公司興業礦業、金貴銀業、銀泰資源；龍頭山東黃金、中金黃金、紫金礦業、盛達礦業等。推薦鉑系金屬的唯一標的貴研鉑業。

風險提示：美國經濟持續復蘇；美聯儲連續加息。

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，僱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。