

2018年6月11日

銷售部 - 投資策略

宏觀

CPI平PPI升，通脹壓力不大——18年5月物價數據點評

5月CPI走平。5月CPI環比下跌0.2%，同比繼續穩定在1.8%。鮮菜、鮮果、豬肉、水產價格環比均下降，食品價格環比下跌1.3%，同比繼續回落至0.1%，是CPI的主要拖累；成品油、居住、衣著和醫療保健價格上漲，飛機票、賓館住宿和旅遊價格回落，非食品價格環比上漲0.1%，同比升至2.2%。

預測6月CPI仍穩。6月以來豬肉價格季節性小幅回升，但同比仍然下跌了近16%；農產品批發價格指數環比小幅走弱，預計6月CPI環比走平，同比穩定在1.9%的低位。

5月PPI續升。5月PPI環比上漲0.4%，同比繼續回升至4.1%。從行業來看，油氣開採、石油煤炭等燃料加工價格環比漲幅擴大，黑金冶煉加工由降轉升，煤炭采選、電力熱力生產降幅擴大。

預測6月PPI或見頂。6月以來鋼價、煤價續升，油價高位回落，預計6月PPI環比上漲0.3%，考慮到基數因素，預計6月PPI同比有望繼續回升至4.6%，或為年內頂點。

通脹壓力不大。5月份食品價格繼續下跌，繼續拖累CPI，但生產資料價格全面上漲，推動PPI回升，通脹短期繼續分化。PPI回升一方面與基數有關，另一方面今年開工進度較晚，疊加部分限產因素，生產資料供需存在錯配。但今年非標融資渠道收緊，社融增速持續回落，在這樣的貨幣環境下，PPI的短期回升難以持續，預計下半年將重回回落的態勢。

策略

給歲月以文明

核心結論：①中期視角，信用違約是供給側結構性改革的深化、創新是引領發展的第一動力，改革創新是主動構建有序的經濟新生態，即給歲月以文明，區別於延續舊經濟模式的給文明以歲月。②信用違約短期影響市場情緒，打破剛兌有助中長期理順資產定價機制，獨角獸上市對股市資金供求影響不大。③上證綜指2638點以來震盪市大格局未變，目前處於區間估值底部，以消費為穩，以成長求進，尤其是白馬消費和科技類成長。

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。

債券

信用債整體減持，槓杆率繼續回落——18年5月債券託管數據點評

18年5月債券託管數據已公佈，中債登和上清所債券託管總量共計70.25萬億元，環比增加7600億。分券種來看，政金債和地方債託管量大增，國債託管量減少，利率債託管量整體增加；信用債託管量環比減少，同業存單託管量大幅增加。分機構來看，商業銀行持倉增加，主要增持政金債和存單，減持國債和信用債；廣義基金持倉增加，主要增持存單和政金債，減持信用債；最後，券商增持國債、政金債和存單，保險增持國債和政金債，境外機構繼續增持國債。

5月債市行情進入震盪期，槓杆率繼續回落。從託管情況，境外機構繼續連續15個月增持國債，目前國債持倉量超過8000億，創下歷史新高。而受到信用風險事件的影響，信用債淨融資額大幅縮減，廣義基金、銀行等機構5月集體減持信用債。我們認為，隨著今年經濟去槓杆的推進和融資環境的收緊，信用違約事件後續仍會出現。而信用風險的上升會降低市場的風險偏好，利好無風險利率的下降。此外，5月存單發行量價齊升，與短期國債利率上行相呼應，表明目前銀行負債端依然緊張。6月有超過2萬億的存單到期，疊加季末的跨季資金需求，或對流動性有短期衝擊。但目前貨幣政策依舊中性，流動性難有大幅收緊。全年債市慢牛格局未變，未來如有調整，則是佈局下半年的好機會。

金融工程

寬幅震盪格局延續，關注本周套利機會

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為-3.20%，相對前一周（-2.79%）下降，跌破-3%的閾值，市場處於下跌市，指數處於20日均線之下。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-0.90）有所下降，一周均值為-1.10，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.10倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率持續上升，週五為1.04，高於前一周（0.83），體現出投資者對上證50ETF短期走勢相對謹慎。漲停板封板率全周均值為63%，賺錢效應高於前一周（57%）。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在六月的上漲概率分別為54%、46%、46%和43%，漲幅均值分別為-3.24%、-2.95%、-4.71%和-1.91%，漲幅中位數分別為0.45%、-0.49%、-0.67%和-0.05%。

事件驅動上，1. 美聯儲議息會議將於6月12-13日召開，CME FedWatch觀察工具顯示，市場預期6月加息概率為94%。回顧各指數在本輪加息週期中的前六次加息落地當日的表現，其中中證500指數表現最好，上漲概率為83%，平均漲幅為0.73%，而上證50指數表現最差，上漲概率為33%，平均漲幅為-0.48%，中證500與上證50漲幅之差均值高達1.21%，建議關注加息日多IC空IH的跨品種套利機會。2. 2018年俄羅斯世界盃將於6月14日開幕。回顧自1994年以來六屆世界盃期間A股的表現，上證綜指和深圳成指上漲概率分別為33%和17%，平均漲幅分別為-3.28%和-4.07%。3. 美股上周繼續上漲，三大指數周漲幅分別為2.77%、1.62%和1.21%，納指周中創下歷史新高。4. 證監會6月8日核發2家IPO批文，籌資總金額不超過21億元，與前一周的2家20億元基本持平。5. 上周流動性繼續寬鬆，上交所七天回購利率下行52BP。

技術分析上，上證綜指日線級別回補3112點的向下缺口後再次回落，跌破五日均線，形成頂分型，宣告反彈的一筆結束。30分鐘級別上出現第三類賣點，目前處於下跌的一筆中。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

行業主題

券商：從理性角度看股票質押風險——券商行業專題報告五

股票質押是券商創新大會以來開展的創新型資本業務之一。2012年券商創新大會的舉辦推動了券商行業一系列創新產品、創新業務的蓬勃發展。2013年5月，上交所、深交所分別與中國結算聯合發佈了《股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（試行）》，從制度層面對股票質押業務進行了規範。6月24日，股票質押業務正式在滬深交易所開通，國泰君安、國信證券等9家券商獲得第一批試點資格。開通以來，券商股票質押業務迅速增長，已代替銀行成為最大的質押方。根據融出方、業務流程等方面的差異，股票質押可分為場內質押與場外質押。場內質押主要通過券商、銀行等開展，交易要經過交易所；場外質押的主要為銀行、信託、保險公司、基金子公司等，交易不直接經過交易所。

股票質押需求持續高增長，場內股票質押規模5年複合增速165%，券商複合增速382%。由於股票質押具有靈活、操作簡便的優勢，我們認為這將使得股票質押受到上市公司股東的熱烈歡迎。2013-17年，全市場股票質押5年複合增速高達165%。與銀行、信託公司相比，券商開展股票質押業務具有融資效率高、融資成本相對較低、專業化程度高等優勢，且掌握著豐富的客戶資源。2013-17年，券商股票質押5年複合增速高達382%，且市場份額迅速提升，2017年末達到54%，已取代銀行成為主要質押方。

新規落地規範業務操作，券商規模從高歌猛進到平穩增長。2018年3月《股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（2018年修訂）》正式實施，從質押集中度、風控等多個方面進行規範。我們認為，長遠而言，新規的實施對券商與上市公司股東都會產生一定影響。新規指導下，各券商需要積極加強股票質押業務的風控，謹慎開展新增業務；且由於小額股票質押業務被禁止、質押集中度受到限制，券商股票質押的業務規模將告別高增長。2018年以來，由於股票質押新規、減持新規、市場利率高升等因素，券商股票質押規模已告別高歌猛進，進入平穩增長。截至2018年5月末，券商股票質押未解押市值約4.26萬億元，較2017年末上漲了近4%，增速大幅下滑。

從股票質押潛在風險看券商淨資產。從場內股票質押的業務風險來看，主要是信用風險和流動性風險。當質押股票的股價跌破平倉線時，而上市公司股東無法追加保證金、展期或贖回時，券商可能會強行平倉或計提減值損失，無論是哪種方式，都將在一定程度上影響券商當期利潤和淨資產穩固性。然而從目前履約擔保比例以及減值準備計提率的情況來看，券商股票質押風險可控。2017年自有資金規模排名前十的券商履約擔保比例以及減值準備計提率分別為241%及0.50%，履約擔保比例遠高於預警線，壞賬計提率較低，券商目前股票質押風險仍可控，我們認為偶發性事件對券商淨資產侵蝕較小。

券商場外質押業務全面暫停，對行業影響較小。2018年5月30號，證券業協會下發《關於證券公司辦理場外股權質押交易有關事項的通知》，券商場外股權質押業務全面暫停。券商股權質押業務以場內為主，場外主要是銀行、信託等。大中型券商主動參與場外股權質押業務的非常少，多為場內股權質押配套業務，叫停券商場外股權質押業務更多出於風險防範，對以場內質押為主的券商股權質押業務影響不大。在中性假設下，我們靜態測算場外股票質押淨收入為15億元，占17年營業收入僅為0.5%，占17年利息淨收入的4.4%，影響非常小。

風險提示：資本市場大幅下跌帶來股票質押業務大面積爆倉；業務操作風險。

傳媒：職教兩巨頭聚首資本市場，探尋中公華圖成長性

中公教育與華圖教育為目前人才資格考試培訓行業的兩大龍頭公司，近年來在較大基數上仍實現較快增長，中公教育及華圖教育2017年分別實現營收39.46億元、22.41億元，歸母淨利分別為5.25億元、3.73億元。2015-2017年營收CAGR分別達到39.34%、30.45%，歸母淨利CAGR分別為80.53%、32.63%。根據中公教育業績對賭，我們測得中公教育未來三年承諾業績增速分別達77%、40%、27%，年均增速約46%，未來三年複合增速約為33%。我們判斷未來中公教育及華圖教育仍有望實現較高的業績增速，具體依據如下：

人才招錄培訓行業仍保持較高行業增速，龍頭享行業紅利：根據弗若斯特沙利文報告，2017年，公務員招錄培訓總收入99億元人民幣，預計2022年總收入可達到195億元人民幣；2017年事業單位招錄培訓總收入為1080萬元，預計2022年可達2150萬元；2017年全國教師招錄考試培訓總收入達到157億元，預計2020年將達到320億元。我們將上述三類培訓加總，測算得出公務員招錄培訓、事業單位招錄培訓及教師招錄考試培訓三類培訓2020年合計預計達到515億收入，收入複合增速約為26%。

線上教育及雙師模式有望提升企業毛利率：目前中公教育及華圖教育線上教育發展勢頭強勁，2017年中公教育線上業務占總營收比提升至6.98%。2015-2017年，其線上業務分別收入0.58、1.79、2.81億元，實現CAGR119.95%。2015-2017年華圖教育線上業務分別實現收入3799.4萬元、5003.9萬元、7377.1萬元，CAGR為39.34%。考慮到線上教育邊際成本較低，我們預計線上培訓業務的成本增速有望低於收入增速，預計隨著線上培訓人次增加，線上培訓業務毛利率有望逐步提升。此外，我們認為，隨著雙師模式的開展，企業有望進一步提升毛利率。雙師模式即優秀的名師在線上做講師，同時在班級內配備助教輔助教學，雙師模式有望進一步發揮企業優質的教學內容和師資力量，降低教學成本。

標準化管理保證教學質量，管理經驗有望成功複製至其他職教賽道，資本推動有望助力企業加速產品迭代：我們認為，由於每個學員情況不同，目標企業和職位需求也不同，對課程研發要求較高，企業若能找到不同行業的共性，建立一個統一的標準，將有利於職前教育質量的保證、規模的擴張以及多品類發展，構築企業自身護城河。中公教育及華圖教育憑藉其多年管理經驗，以逐步構建標準化培訓體系，並已初步實現從公務員培訓向會計等職教品類拓展，管理經驗得以成功複製。目前職業教育市場集中度仍較為分散，華圖教育及中公教育未來對接資本市場，資本推動有望助力企業加速產品迭代，隨著市場集中度提升，龍頭企業有望憑藉規模、資金、技術等優勢，不斷擴大市場份額。

風險提示：市場競爭風險、業務擴展風險、人力資源短缺及流失的風險、匯率波動風險、《民辦教育促進法》具體地方政策落地時間不及預期風險。

石油化工：5月原油進口量同比增長5%，維持高位

原油價格環比上漲，進口量同比增長。2018年5月，布倫特原油月度均價為76.94美元/桶，環比上漲5.13美元/桶（+7.2%），國際原油價格上漲。2018年5月，我國原油進口量為3905萬噸，同比+5.0%，環比-1.0%。2018年5月日均原油進口量為126.0萬噸，較2018年4月份下降。

2018年5月原油進口均價環比上漲。5月我國原油進口均價為69.56美元/桶，環比上漲5.19美元/桶（+8.06%）。由於2018年5月國際油價上漲，預計2018年6月原油進口均價上漲。

2018年5月我國成品油出口量大幅增長。5月份我國成品油出口量613.4萬噸，同比+52.2%，環比+19.8%，成品油出口量大幅增長；成品油進口量302.7萬噸，淨出口310.7萬噸。

2018年4月原油加工量同比增長（數據延遲1個月）。2018年4月我國原油加工量為4958.4萬噸，同比+11.55%，環比-3.74%。

2018年4月成品油產量同比增長（數據延遲1個月）。2018年4月我國成品油產量為3016.8萬噸，同比+6.7%，環比-4.2%；汽油、煤油、柴油產量分別為1148.1萬噸、386.2萬噸、1482.5萬噸，同比分別為+9.7%、+18.8%、+1.9%，單月柴汽比1.29。

2018年5月部分石化產品價差環比回落。在我們跟蹤的九種石化產品中，除丁二烯、甲苯價差環比擴大外，其他產品5月價差環比均有所回落。其中乙烯、苯價差回落幅度較大，分別環比回落22.4%、13.2%。

我國從美國進口油氣比重大幅提高，中美能源合作有望加強。2017年我國進口原油共4.2億噸，其中從美國進口占比1.82%（2015年這一比例僅0.02%），2018Q1這一比例進一步提升至3.47%。LNG進口方面，2017年我國LNG進口總量3829萬噸（約536億立方米），其中從美國占比3.99%（2015年這一比例僅0.32%），2018Q1這一比例進一步提升至7.30%。中國為美國第二大原油出口目的地，加強能源合作有助於減小對美貿易順差，緩解中美貿易摩擦。

投資建議：2018年國際油價震盪上行，建議關注具備業績支撐、業績彈性大的石化上市公司：（1）估值低、分紅高、業績增長快的中國石化；（2）PTA-滌綸主業高景氣、煉化一體化項目穩步推進的民營煉化（桐昆股份、恒逸石化、恒力股份、榮盛石化）；（3）不斷聚焦清潔能源主業的新奧股份；（4）推進乙烷制烯烴項目，有望成為原料輕質化龍頭的衛星石化。

風險提示：原油價格回落，石化行業景氣度下降。

有色金屬：當前時點如何看待新能源車上游？

3月底至今，鈷價下跌超10%，碳酸鋰價格下跌約15%。究其原因，核心是需求增速放緩。而在6月補貼新政過渡期結束後，車企更有動力推進高里程車型，對於原材料需求是利好因子。

鈷和鋰，一旦下游需求增速上升，價格有望明顯反彈。此外，對於鈷行業，6月剛果金新礦業法落地後，我們認為供給端有望進一步集中，利好鈷價。鈷：建議關注洛陽鉬業，華友鈷業，寒銳鈷業和盛屯礦業。鋰：建議關注贛鋒鋰業和天齊鋰業，鹽湖提鋰建議關注藏格控股。

鎳：6月8日港口鎳礦庫存量下降至800萬噸以下，處於低庫存狀態。隨著新能源汽車使用高鎳量增加+印尼禁止礦產出口導致供給端受限，有望進一步刺激鎳價上行。龍頭標的：建議關注恒順眾昇。此外，對於基本金屬，重要關注點是6月14日是FED加息窗口。

風險提示：新能源汽車需求增速低於預期。

合規提示：根據公司2018年一季報披露，海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券賬戶）持有【600711 盛屯礦業】超過總股本1%。

互聯網軟件與服務：從計算機的兩類公司看目前的現狀和機會

整體估值處在歷史中位區間，重點白馬公司回調充分。從估值上看，計算機行業目前整體市盈率約55倍（TTM），歷史平均市盈率52.2倍，中位數市盈率49.4倍，目前估值水平接近歷史平均。從和滬深300的歷史溢價率情況看，歷史平均溢價率3.64倍，目前計算機行業溢價率4.3倍。目前的估值水平處在中位數區間。

從年初到現在，計算機指數經歷了3月的上漲和4月、5月的震盪和回調，目前指數略低於年初水平。計算機指數從今年最高點回調約10%，而一些優質龍頭公司都已經有了充分調整，如中科曙光回調17.95%、浪潮信息回調11.98%、恆生電子回調15.13%等（基於6/8日收盤價計算）。

我們認為，計算機公司可以分為兩大類：一類是業績驅動型白馬，市場對其業績增長和估值較為看重，也會詳細測算其內生增長和業績驅動。這些公司的PE估值又跌回了2018年20-30倍左右的便宜區間。第二類是行業大市值龍頭，所處細分行業格局和前景較為明確，市場對其短期業績和估值有很高忍度。這些龍頭公司所處賽道符合IT產業大趨勢，研發不斷迭代投入下，強者恆強。我們看到，這些公司基本面業務層面在不斷向好。綜上，從這兩類公司看，業績驅動型的公司已經很便宜，而龍頭型的公司有基本面的新變化和落地驗證其產業發展大邏輯。無論是從估值還是成長角度看，目前這些計算機優質公司都迎來積極關注的好時機。

海通計算機2018年6月組合：航天信息、廣聯達、恆生電子、大華股份、海康威視、中科曙光、天源迪科。

風險提示：部分並購到期出現業績滑坡影響並表利潤，部分細分領域信息化需求低於預期。

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。