

2016年10月12日

銷售部 - 投資策略

策略

新一輪地產調控：影響有多大？

房價大幅飆漲，調控密集出臺。

風聲鶴唳：20城出臺樓市調控政策。9月底至國慶黃金周期間，21個城市相繼推出地產新政。不僅限購、限貸，部分城市還就房地產資金來源、商品房預售許可、限購限貸範圍等問題做了嚴格規定。調控城市的地產銷量占全國比重超過了40%，政策力度較大。

事出有因：上半年房價飆漲，房貸激增。限購政策源于上半年樓市“陷入瘋狂”。價格方面，房價增幅迭創新高，並由一線向二三線擴散。銷量方面，地產銷量、銷售額同比遠高於去年，而居民新增購房杠桿率飆升至50%，與美國07年相當，樓市火熱的背後是風險的積聚。

調控力度不輸上輪，拖累地產銷售投資。

前世今生：三輪調控兩輪鬆綁驅動地產週期。回顧歷史，05年以來我國共經歷了三次大規模的房地產調控和兩次鬆綁，樓市調控和配套貨幣政策共同驅動了房地產市場的週期性波動。

似曾相識：本輪限購與10-13年限購極其相似。從量、價基本面來看，本輪樓市調控出臺的背景與10-13年調控十分相似。而回顧上一輪調控，共經歷三個階段：1) 10年4月“國十條”出臺，同時房貸利率上行；2) 10年底部分城市限購啟動；3) 11年“國八條”出臺，限購全面鋪開，13年初“國五條”進一步擴展了限購範圍。

仍有不同：人口老齡化，貨幣穩健，居民高杠桿。但本輪與10-13年仍有不同之處。1) 人口結構更為老化，上一輪調控恰逢人口拐點，而目前已處在人口紅利消退階段。2) 貨幣政策更為穩健，前兩輪調控時都出臺了緊縮性貨幣配合限購，而目前經濟持續下行，短期內難見持續貨幣緊縮。3) 居民杠桿率更高，中國居民負債率、購房杠桿率均持續上行，16年再創新高，居民購房潛力被大量透支。綜合來看，本輪調控對地產需求的衝擊力度整體上與上一輪相當。

量化分析：本輪調控或致17年地產銷量增速轉負。我們以11年限購為基準，估算今年四季度一、二線城市地產銷量或將明顯下滑。而明年若不出臺寬鬆貨幣政策刺激經濟，則17年一、二、三線城市地產銷量增速將全面轉負，全國地產銷量跌幅或將達到15%。從歷史經驗看，地產投資滯後於地產銷售2個季度，因而地產投資增速的下滑或出現在17年2、3季度。

經濟下行重回通縮，從實物到金融資產。

人口拐點杠桿有頂，經濟下行壓力加大。中國青年人口拐點已現，新開工13年見頂，今年銷量或已接近歷史頂部。房貸加杠桿已不可持續，而地產一旦面臨拐點，對消費也會構成衝擊。

短期通脹長期通縮，從實物到金融資產。地產見頂下滑拖累經濟，令需求持續低迷，因而通脹上行已經處於中後期，17 年以後通縮壓力會重新顯現。如果未來回到通縮，那麼實物類資產就會受損，而金融資產成為配置首選。

堅定看好 17 年債市，推薦類債券高股息，關注輕資產。17 年隨著地產銷售的再次下滑，我們預測 10 年期國債利率有望降至 2% 左右。而隨著利率的下降，類債券高股息資產價值也會顯著提升。而經濟重回通縮，意味著地產相關的重資產行業將註定受損，應該關注服務業和創新產業等輕資產行業。

大市導航

飲料：國內奶價沒有大漲基礎，上游勿喜中游勿悲

國際供給收縮帶動奶價回升，養殖模式決定複產難度不大。主要出口國牛奶產量已經開始下降，其中 2016 年 6、7 月同比下降 1.4%、1.2%，歐盟此前為最大的增長國，6 月下降 1.6%、7 月下降 1.3%，南美 3 國、澳洲繼續大幅減產。2016 全球產量預計增長 1.6%，主要出口國產量預計增長 0.5%，產量增速下降。全球主要國家出口量全面下降，2016 年 1-7 月主要出口國奶粉出口下降 3.7%，四大出口國均下降，紐西蘭下降 0.6%，歐盟 28 國下降 11%，美國下降 2.2%，澳大利亞下降 13.2%，阿根廷下降 6.7%。

國內原奶產量零增長，進口價低量增抑制奶價上升。2016 年 1-8 月，奶粉進口 48.0 萬噸，同比增 14.2%，價格 2402 美元/噸，同比降 13.4%；純牛奶進口 42.3 萬噸，接近去年全年進口量，同比增 63.4%，預計全年進口量 75 萬噸。預計全年乳製品進口量折合原奶約 1140 萬噸，比去年增 240 萬噸。國內乳製品加工生產全面恢復，2016 年 1-8 月產量 1970.7 萬噸，同比增 9.8%。近期國內原奶價格上升，與原料奶產量零增長、天氣原因所造成的產量下降（熱應激）以及雙節傳統高峰期到來有關，不具備持續性。

1H17 之前國內奶價維持低位利好行業盈利，產品結構升級對毛利率的拉動作用仍將持續。原奶價格大幅波動、下游需求疲弱以及行業近兩年競爭激烈推動市場集中度持續提升，伊利、蒙牛雙寡頭格局得以鞏固，有利於後期行業銷售費用率的降低。乳製品行業告別高增長之後，內部分化逐漸凸顯。擁有全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力的龍頭企業未來增長趨勢更為明確。

看淡上游看多中游，重點推薦伊利股份：1) 四季度國內外宏觀環境複雜，市場風格偏向穩健，低估值白馬龍頭值得重視。與白酒龍頭相比，公司當前股價對應 16 年 PE 僅 18 倍，從長期成長性角度判斷未來仍有估值修復預期；2) 公司在行業增長放緩背景下，競爭優勢突出，中高端產品保持較快增長，產品結構持續升級；3) 公司 15 年銷售費用超 130 億元，歸母淨利潤 46 億元，未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大確定性強。

風險提示：經濟低迷抑制消費；行業競爭繼續惡化；食品安全問題。

鋼鐵：鋼鐵指數兩天漲 4.7%，全來自寶武復牌效應

寶鋼武鋼停牌期間，鋼鐵指數漲幅約 12%，扣除寶鋼武鋼後鋼鐵指數估計漲幅 14%，因此寶鋼武鋼復牌後應該有約 15% 的補漲效應，另外再追加部分合併效應漲幅。鋼鐵指數兩天漲幅 4.7%，但鋼鐵板塊內其他股票幾乎不動，可能部分受到地產調控的影響。

我們認為基本面處於下行途中，經過前期鋼價大跌，鋼企利潤已經很少。但鋼鐵板塊走勢已與基本面背離兩個月，料十月份會繼續延續，主要是前有煤炭做榜樣，加上前期鋼鐵熱點事件較多，市場仍處於重歸鋼鐵供給側改革預期的余溫裡，我們認為鋼鐵板塊或將繼續有絕對和相對收益。

風險提示：政策風險。

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。