

2017年08月29日

銷售部 - 投資策略

策略點評

港股簡單實用策略：高股息策略

①高股息策略最早由傑瑞米.J.西格爾在《投資者的未來》一書中闡述。高股息組合年化超額收益率 A 股達 5.53% (2005-2016)，美股達 2.43% (1957-2003)，高股息策略在中美股市均有效。②港股高股息組合年化超額收益率為 18.2% (2005-2016)，優異於美股和 A 股的表現源自港股更高的股息率和相應的股利再投資收益。③我們選取 2017 年恒生綜合指數成分股股息率前 10 的股票組成高股息組合，包括亨得利、電能實業、中國神華、SOHO 中國、大新金融、德永佳、合成公路基建、中州證券、合景泰富、首鋼資源。

風險提示：各國金融市場大幅波動。

行業與主題熱點點評

建築工程：耐心些，堅定些，看好路橋板塊、建築央企及 PPP 民營龍頭

1) 建築央企估值支撐性明顯增強，長期受益集中度提升大趨勢。大建築央企基本面最大的變化是“業績增長的持續性和確定性在增強”，這主要得益於行業集中度的提升，而集中度的觸發因素包括融資能力差異、專案對產業鏈整合能力要求提高等。相對以往來說，有了“長期發展邏輯”支撐，這是其估值獲得更強支撐的重要理由。在前期有了較大回撤的當前位置，我們對建築央企更為樂觀，建議關注業績估值明顯背離的公司中國建築、葛洲壩。PPP 民營龍頭投資機會不變。2) 從 4 月開始，PPP 規範化措施頻頻出臺，疊加融資環境整體偏緊，市場對業績增速較高的 PPP 板塊也出現明顯的糾結。其實從 PPP 立法進程角度和 PPP 對公共產品供給效率提高的功能看，PPP 長期發展空間仍是值得期待的，而規範化的過程是系統性風險降低的過程。對於龍頭公司來說，PPP 綜合能力更強，獲得 PPP 優質專案的概率更大，這也是我們今年以來強調 PPP 買龍頭股的主要原因。接下來信貸政策成為需要重點觀察的變數，一旦有所放鬆，PPP 板塊的估值彈性有望釋放。3) 推薦路橋板塊。我們認為路橋板塊的爆發並非是短期現象，其背後邏輯是區域經濟一體化和綜合交通體系建設引發的第二輪公路投資高峰，其持續性大概率會超出市場預期，在該趨勢下重點關注山東路橋、江山化工、蘇交科、中設集團、四川路橋。

風險提示：訂單推遲風險、回款風險、經濟下滑風險。

【宏觀專題報告】居民加槓桿，還剩多少空間？

本輪房地產市場的繁榮主要依靠居民大規模舉債支撐，我國居民部門槓桿率近兩年在迅速飆升。在經歷過瘋狂加槓桿後，居民部門還剩多少負債空間？槓桿的背後存在哪些結構性問題？我們不妨來做一些測算。

居民槓桿飆升，換來地產繁榮。如果考慮到長短期貸款、住房公積金貸款，我國居民部門債務佔 GDP 的比重 17 年 7 月已經突破了 53%，如果按照當前速度擴張，到 2017 年底預計將達到 56% 左右。而在 2007 年的時候，我國居民部門的債務率還不足 20%。美國居民部門債務率從 20% 提升到 50% 以上用了接近 40 年時間，而中國用了不到 10 年，我國居民部門槓桿率飆升速度之快可見一斑。居民部門加槓桿，換來了房地產市場的繁榮，是近兩年我國經濟短期回升的主要動力。根據我們的測算，去年房地產相關行業貢獻了 35% 的經濟增長，而今年上半年雖然有所回落，但貢獻率依然有 27%。

房貸並未大降，短貸開始飆升。居民中長貸高增長已可謂眾所周知，而真正值得關注的是，居民短期貸款增速也在大幅回升。今年以來，居民短期貸款餘額增速大幅回升到 15%。消費性貸款爆炸式的增長，是居民短期貸款激增的主要推力。17 年前 7 個月，居民新增消費性短期貸款 1.06 萬億，累計同比多增 7137 億，而去年全年僅新增消費性短期貸款 8305 億。短期消費性貸款的爆發式增長同樣可能與地產銷售密不可分，去年下半年以來銀行房貸額度逐漸受限，部分居民購房貸款或借道短期消費貸款完成。此外，短貸高增背後可能還有其它幾個原因：近兩年購房開支驟增對居民部門整體消費能力有一定透支，部分消費依賴貸款實現；新一代 80 後、90 後、甚至 00 後居民借貸消費的意向更強一些；銀行有動力投放收益更高的消費信貸。事實上，除了銀行體系提供的貸款，近幾年迅速發展的互聯網金融也增加了居民的負債途徑，而這裡面絕大部分並未顯示在銀行的資產負債表上。

債務近超收入，上升空間有限。我國居民部門進一步加槓桿的空間還有多大呢？美國居民部門債務佔 GDP 的比重最高是在 2007 年，接近 100%，但隨著房地產泡沫破滅，逐步下降到了當前 79% 的水準；當前日本居民部門債務佔 GDP 的比重也在 70% 以上。所以與美、日相比，我國居民部門槓桿率僅超過 50%，看似還有一定的上升空間。但要衡量居民部門的償債能力，還要考慮居民部門分配到了多少可支配收入。我國居民部門債務佔居民可支配收入的比重已經達到了 90%，美國當前僅有 106%，日本的這一比例從 90 年代以來基本都低於 100%，再考慮到中國居民部門從父母、親戚、朋友獲得的隱性負債，我國居民加槓桿的空間已經不多。此外，目前我國居民淨存款比 16 年初縮水了 16%，已降至 13 年初水準，也意味著居民舉債空間並不大。

企業槓桿未降，金融過度繁榮。中國整體槓桿率偏高的主要原因在於企業部門債務過重，但近幾年企業部門去槓桿的效果並不明顯。2015 年以來，居民部門的槓桿率從不足 40% 提升到 50% 以上，政府部門從 43% 提高到 58%，但居民和政府部門刺激出來的需求改善，並沒有換來企業部門槓桿率的下降，企業部門槓桿率從 125% 進一步上升到 136%，經濟整體槓桿率從 208% 上升至 248%。根本原因在於金融部門過度繁榮，貨幣持續超發，導致了企業和居民輪番加槓桿。長期來看，必須堅持中性偏緊的貨幣政策，控制貨幣總量，打破剛兌、讓市場出清，同時進一步推動經濟改革，才能提高經濟的運行效率，真正實現經濟去槓桿，經濟也才能健康的運行。

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。