

宏觀

新週期還是新杠杆？

上周美日股市下跌，歐股反彈，韓、印、港等新興市場股市下跌，黃金和石油上漲，金屬價格普跌，國內股平債漲。

我們總結過去10年中國經濟的驅動力，發現最根本的動力來自於房地產，房地產銷售是最重要的領先指標，而房地產投資是與工業增加值增速長期最吻合的指標。而我們在年初判斷中國經濟見頂、房價見頂，其實是基於對房地產市場長期見頂的判斷，因為無論從人口老齡化、房產在居民財富中的極高比值，房價的全球比較等常識來觀察，中國的房地產市場已經極度泡沫化，加上政府對房貸的收緊，地產市場即便不在頂部也離頂部不遠。

但是在中國，常識就是用來被打破的，今年上半年的中國地產銷量又創出歷史新高，三四五線城市接力一二線房價大幅上漲，這不可思議的一幕是如何發生的？

我們以為，經過16年的狂飆之後，加上政府對房貸監管的全面趨嚴，17年房貸會出現明顯回落，地產市場也會大幅下滑。但是沒有想到的是，我們的金融體系善於創造奇跡，17年前七個月，居民房貸基本上停止了增長，但是居民短期貸款飆升至1.06萬億，同比激增7500億。前七個月居民商業貸款總量達到4.3萬億，同比上升27%，而這應該是地產市場依舊繁榮的根本原因，居民還在瘋狂加杠杆。

通常，居民的短期貸款主要是汽車貸款，然而今年前七個月的國內汽車銷量沒有增長，這說明激增的居民短貸很可能流入了地產市場。通常居民消費貸會記入個人的征信記錄，但是很多銀行發明了以信用卡為基礎的信用貸，最高額度可以達到30萬，不用任何抵押，只要求穩定收入，而且可以先息後本，這樣在央行征信中不顯示貸款餘額，只顯示每月流水，而且由於最初顯示的是利息支出，所以可以將個人收入大幅放大，同時申請幾家的信用貸就可以湊齊購房首付。

最近胡潤財富報告公佈中國大陸擁有千萬資產的高淨值家庭達到147萬戶，其中比例最高的北京每83人中就有一個人擁有千萬資產。而統計局公佈16年北京人均GDP11.4萬元，人均可支配收入5.2萬元，即便假定普通一家三口都賺錢，不吃不喝一年賺16萬，也要工作50年才能達到1000萬。而在過去兩三年，由於房價普遍翻了一番，只要膽子大敢於向銀行貸款，基本上一輩子的收入都賺出來了。馬克思說為了50%的利潤資本就會鋌而走險，而這幾年房地產市場的利潤哪止50%？

09年的4萬億給中國企業部門加了杠杆，在迴光返照兩年以後，中國的企業部門用了6年時間慢慢還債。15年中國居民在股市上融資融券加了2萬多億的杠杆，在短期牛市以後就急轉直下，靠著政府鉅資入場才慢慢止跌。而這三年中國的居民部門加了20萬億的杠杆，居民部門的總負債已經達到42萬億，居民負債占居民收入的比重超過90%，問題是居民部門還能借多少錢，加多少杠杆？

房子是用來住的，不是用來炒的！我們看到，監管部門已經開始動手嚴查信用貸、尤其房抵貸，而央行收緊貨幣政策以後，房貸利率已經突破5%，那麼靠杠桿起來的地產泡沫還能維持多久？

如果新週期還是建立在杠桿之上，那到底是新週期還是新杠桿？

只有潮水退去，才知道誰在裸泳。我們相信常識，只有地產泡沫消滅以後，大家不靠投機致富而是靠工作努力致富，才會有真正的新週期。

策略

穩步前行

多資產角度理解A股。A股仍是中樞抬升的震盪市，股票質押新規影響有限。自6月4日《再次開啟多頭思維》我們將觀點由謹慎轉向樂觀以來，市場已持續上漲3個多月，跟蹤股市資金面的變化，6月初至今基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流入31億元，增量資金流入溫和，我們當前仍將市場定性為中樞抬升的震盪市。此外，上交所和深交所8日發佈《股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（2017年徵求意見稿）》，新規強調融資服務實體、控制風險，明確新老劃斷，影響有限。多資產角度理解A股：中國優質資產重估中。回顧2016以來大類資產表現，我們發現中國股市、房市、匯率等優質資產齊漲。回顧歷史，中國股市、房市、匯率齊漲的時期有兩個階段，分別是2005-2007、2009-2010，宏觀經濟處於繁榮和復蘇階段。當前各類資產價格的重估，從側面反映出，中國經濟增速很可能已經結束2010年來下降階段，進入“L”型一橫的平穩增長階段，經濟步入新常態，當然這個還需要進一步確認，觀察地產銷量增速回落時經濟的韌性、觀察十九大後改革能釋放多少紅利。

四季度臨近重視行情的博弈因素。四季度臨近，行情演繹的博弈因素開始出現。回顧過去一周市場表現，漲幅前二的行業分別是餐飲旅遊（3.7%）和房地產（3.3%），這與之前市場普遍關注的週期、消費和金融略不同。2012年以來A股每年在最後3-4月行情都會出現板塊異動，如：12年12月的銀行，13年9月的上海自貿區，14年11月的一帶一路和券商，15年11月初的券商和12月的地產，16年10-11月的建築。這些異動板塊有何共同特徵？第一，大漲前股價表現一般，即低漲幅。第二，大漲前公募基金配置比例很低，即低配置。第三，出現一些政策或事件催化。誰可能是今年逆襲主角？有部分觀點認為創業板會不會成為四季度逆襲的主角？從漲跌幅和機構配置看創業板都似乎符合這一特徵，但我們認為盈利下滑仍是懸在創業板頭上的達摩克利斯之劍。從催化因素看，我們認為券商、建築、房地產具備逆襲可能。

業績和博弈雙主線。6月4日《再次開啟多頭思維》我們將觀點由謹慎轉向樂觀，提出震盪市向上波段開始，核心邏輯是判斷資金面趨穩、基本面資料不差、改革推進，截止目前這三個邏輯並未破壞。目前仍維持多頭思維，後續跟蹤十九大之後金融監管政策動向、經濟資料及美聯儲縮表進展。投資策略上我們建議抓住業績和博弈兩條主線，從震盪市業績為王的背景出發，今年以來消費白馬、金融、資源股輪漲本質上源於基本面變化，輪漲一遍後，估值和業績匹配度較好的金融仍較優，尤其是銀行和保險。另外從博弈角度出發，結合過去五年四季度逆襲板塊特徵，我們認為建築、地產同時具備低漲幅、低配、潛在催化劑三大特徵。國改方面，十九大將在10月18日召開，未來改革仍是主要看點，中期仍值得重視。

風險提示：業績不及預期，經濟增速下滑，金融去杠桿超預期。

行業點評

農業：行業表現平淡，建議從個股入手配置

上周禽養殖繼續回檔，畜養殖的牧原股份經歷快速上漲後也有所回檔，我們認為近期農業缺乏行業性機會，我們主要從個股著手進行梳理，建議關注荃銀高科、通威股份、中牧股份、溫氏股份。

荃銀高科：上周公司獲大北農繼續增持，持股比例已達到11.09%。大北農之所以看中荃銀高科，主要原因在於公司研發實力較強，區域競爭優勢明顯。公司圍繞1892S和荃9311A兩大系列成功選育出徽兩優898、徽兩優882、荃優絲苗、荃優822等多個優良新品種，有望成為區域強勢品種。大北農作為產業投資者，是抱著行業整合的目的進入荃銀高科，未來不排除繼續增持公司股權可能，若兩家企業順利合作，二者的水稻種子業務協同效應將得到凸顯，成為隆平高科的有力競爭者。我們預計荃銀高科17-18年歸母淨利潤分別為4418和6043萬元，當前市值45億元，建議積極關注。（風險提示：股權糾紛升級，新品種推廣不達預期。）

通威股份：今年以來無論是新能源業務還是傳統的水產飼料業務都有不錯表現。其中新能源業務上半年實現利潤5.4億元，預計全年將達13.5億元，飼料業務上半年利潤2.5億元，全年預計達4.9億元，我們預計公司17年業績超過18億元，18年有望達22億元，估值角度看，當前市值293億元，17和18年PE分別為16倍和13倍，明顯低估，建議投資者關注。（風險提示：多晶硅等光伏產品價格大幅下滑，水產飼料銷量下滑。）

中牧股份：2016年10月17日，公司控股股東延遲了推出激勵計畫的承諾期限，將在2017年10月18日前提出中牧股份管理層中長期激勵計畫草案。近期公司激勵方案已報至中農發集團審批，或有望在承諾時間內推出。隨著國企改革進度整體加快，作為國企改革的重要標的，公司在管理層激勵、混合所有制改革等方面都有望實現突破，激勵機制的理順將有助於公司釋放活力，整個經營管理水準有望得到顯著提升，估值中樞也有望推高。我們預計公司17-18年淨利潤分別為3.45億元和4.05億元，當前市值對應PE分別為23和20倍，增持評級。（風險提示：改革進度不達預期，行業政策變化。）

溫氏股份：我們從頭均市值的角度對牧原股份、正邦科技、溫氏股份進行了對比，溫氏股份最低，再結合其他基本面因素，現階段建議大家關注：a) 黃雞盈利底部反轉，或超預期。當前盈利5-6元/羽，而上半年為-4.5元；b) 生豬出欄量明後年增速明顯加快；c) 生鮮業務拓展提速，這塊業績基本沒有給估值；d) 機構持倉少，跌幅大。我們預計公司17-18年歸母淨利潤分別為42.57億元和65.16萬元，當前市值對應PE分別為28和18倍，買入評級。（風險提示：生豬、毛雞價格大幅下滑。）

風險提示：農產品價格大幅下滑。

有色金屬：系統性梳理鹽湖和二線鋰電黑馬

近期工信部副部長關於“已啟動研究燃油車退出時間表”言論成為熱議話題，新能源汽車產業鏈的長期確定性機會成為共識，最實在的投資策略就是緊握上游龍頭，【能量五金】鋰，鈷，稀土，銅箔，硫酸鎳；緊握龍頭品種：天齊鋰業，贛鋒鋰業，華友鈷業，洛陽鋁業，寒銳鈷業，諾德股份，格林美。

除了主流品種外，本文詳細梳理二線鋰電品種投資機會：1) 龍頭公司不斷創新高提高公允價值；2) 二線品種陸續釋放產量和利潤。

而從資源稟賦、盈利和投產遠景三個角度，我們甄選出了【科威特組合】科達潔能，江特電機，威華股份，以及另外兩個新品種：藏格控股和建議關注融捷股份。其中藏格控股的亮點為主業估值低+察爾汗鹽湖資源稟賦強。融捷股份的亮點則是依靠甲基卡豐富礦資源打造鋰電平臺的遠景空間大。

整體行業方面，9月8日隔夜外盤大跌引發不少恐慌情緒，海通有色觀點：全球溫和復蘇趨勢不改，金屬價格將繼續保持長期底部抬升趨勢。

細化而言，首先是電解鋁產業鏈，近期國內高企現貨庫存引發市場擔憂，主要三方因素引發：1) 減產導致電解槽中鋁水釋放到社會庫存；2) 電解鋁企業在高企利潤下放慢關停產能；3) 下游鋁加工企業受環保問題，開工效率下降。而隨著停產大限（取暖季）臨近，預計庫存將出現明顯下降趨勢；此外，預焙陽極同樣受到供給側改革影響，其產量下降可能進一步壓制電解鋁供給端。我們強調：電解鋁產業鏈確定性強，【神通組合】神火股份，索通發展。其他標的包括雲鋁股份，中孚實業和南山鋁業。

其他基本金屬方面，銅鋅鎳處於長期底部。而銅鋅板塊均呈股價低於商品價格剪刀差，建議關注【四銅雙鋅】雲南銅業，江西銅業，紫金礦業，銅陵有色，馳宏鋅鉍，中金嶺南。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期，A股系統性風險。

化工：看好農藥板塊

看多農藥板塊：由於農產品價格以及油價企穩，農藥行業處於底部復蘇階段，行業估值也處於底部。

受益環保高壓、《農藥行業管理條例》等因素，農藥產品價格持續上漲，我們看好草甘膦、百草枯等價格上行趨勢，重點推薦興發集團、新安股份、紅太陽等。

全球中間體、原藥產能還在往國內轉移，農藥企業整體訂單持續增加。我們看好揚農化工、輝豐股份、長青股份等公司（同時具備量、價向上彈性），此外我們也看好聯化科技。

農藥行業長期成長邏輯：1) 經濟作物占比還在提升，用量是大田作物的5-6倍；2) 南美、南非等地區種植面積還在增長；3) 抗藥性，需要的用量更多。其中09、15年行業調整，主要因為：1) 農產品價格在跌，種植面積可能減少；2) 油價跌，上游原料成本降低，產品價格下跌，收入（銷售額）計算金額下滑；3) 海外巨頭採購中間體和原料，預期原料會跌價，進入去庫存的階段，國內企業訂單下滑。如果原油和農產品價格這兩個指標都在底部企穩，我們判斷農藥行業是個弱復蘇，如果原油和農產品價格反彈幅度大，復蘇力度會更大。

農藥行業投資邏輯，分為三類：1) 大宗品，買方賣方都比較多，主要看價格，市場由供求決定，受益於供給側改革、環保變嚴，看好草甘膦、百草枯、噻菌酯等；2) 小宗品，CMO定制/緊密合作協定，主要看下游訂單；3) 製劑類，如諾普信、國光股份、百傲化學等，主要看管道的建設、行業整合和政策力度，受益農藥管理條例的實施。

風險提示：原油價格下跌；產品價格下跌。

保險：保險保費增速回升，估值向上空間仍大

保險：中報大幅超預期，展望下半年及2018依然樂觀；8月保費增速預計回升NBV和EV穩定高增長，“利差+死差”雙提升，強烈推薦。1) 前8個月個險首年期交保費：預計國壽同比增長10%，平安40%，太保40%，新華25%。8月單月太保與新華保費增速回升，單月個險期交保費同比增長25%和50%。保費結構進一步改善，NBV Margin 提升。2) 2017年上半年，四家保險公司合計淨利潤同比增長7.9%，NBV同比增長40.8%，NBV Margin平均提升9.9個百分點，EV較年初增長11.1%，均超市場預期。“聚焦個險、聚焦期交”的轉型目標已基本完成，壽險價值轉型進入“下半場”——基於代理人產能提升的長期保障型產品銷售。3) 下半年及2018年展望：750天移動平均國債收益率曲線於四季度觸底回升，預計下半年和2018年淨利潤將大幅增長長期；同時，價值轉型深化，NBV Margin繼續提升，新業務價值增長維持高位。4) 友邦保險是險企價值轉型的最佳學習榜樣，其P/EV估值顯著高於國內保險公司，並呈現出長期上升的趨勢。高估值的原因在於EV的高成長性和高穩定性。參照友邦經驗，國內保障型業務的發展可保證NBV的高速增長，死差和剩餘邊際的擴大可改善EV的穩定性，因此國內保險公司的P/EV亦將進入上升通道。5) 目前股價對應2017E PEV僅1.1-1.3倍，我們認為有望提升至1.5-2倍。公司推薦中國平安、中國太保、新華保險和中國人壽。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

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。