

宏觀

破舊立新——2018年中國經濟與資本市場展望

從溫飽小康到消費升級。人口紅利與經濟增長。年齡結構影響消費需求特徵，伴隨著中國的人口紅利結束、城市化進程過半，地產、汽車需求見頂。從物質需要到美好生活。改革開放之初，我國城鎮居民家庭幾乎一無所有，求溫飽奔小康是首要目標。經過30多年的發展，到2016年我國城鎮居民已經基本實現了小康生活，住房、汽車、家電基本全部普及。十九大報告提出中國社會的主要矛盾已經轉化為“人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分的發展之間的矛盾”。消費的升級和轉型將是經濟發展的主要驅動力。而在此背景下，需要大力發展服務業、推動技術創新、發展戰略新興行業。

從銀行融資到資本市場。工業化依靠銀行融資。工業化時代，融資體系以銀行為主。但在服務和創新的時代，前者靠人力資本，後者依賴於智慧財產權，這些都是無形資產和輕資產，最適合靠資本市場來融資。但09年以來，我國依然在依靠銀行體系不停地給各經濟主體融資，09/10年、12/13年和16/17年，企業、政府和居民分別加了三次杠杆。09/10年企業加杠杆，帶動了經濟在09、10年短期回升。但11年以後出現產能過剩，並導致經濟再次回落。12/13年政府加杠杆，政府基建投資增速飆升，經濟短期企穩。而13年下半年政府開始整治非標融資，14年以後經濟重新下滑。16/17年居民加杠杆，地產銷售新高，帶動經濟企穩。但居民舉債能力已接近上限。要從根本上解決中國的經濟結構和債務問題，出路是改變中國的融資結構，抑制銀行間接融資，大力發展資本市場。

從刺激需求到改善供給。政策決定市場表現。由於人口紅利的結束，我們在生產端走向了靠貨幣驅動的模式，體現在需求端，就是靠投資拉動經濟。而為了化解投資過度的隱患，政府在15年提出了供給側改革的思路，其重點是“三去一降一補”。未來政策將轉向去杠杆和補短板。一方面，我國的總債務率還在繼續上升，17年3季末已經達到242%。要去掉經濟杠杆，提高經濟增長的品質，就應該降低貨幣增速，而7月份金融工作會議已經明確把去杠杆作為主要目標，把控制貨幣總量作為主要手段，未來金融監管趨嚴，貨幣政策難松，貸款利率趨升，貨幣、融資增速的個位數低增或將成為常態。另一方面，供給側改革將進入新階段，從減少供給轉變為提高供給側生產要素的效率，比如大力發展直接融資提高資本的效率，通過租賃方式將集體用地或工業用地轉變為住宅用地、提高土地的使用效率，加大混改力度提高制度的效率等等，這些其實就是補經濟短板。

從泡沫投機到價值投資。經濟下行拐點出現。需求端房貸萎縮、地產銷售轉負、將令地產投資下滑，人民幣升值將令出口承壓，庫存週期步入尾聲，去產能制約製造業投資擴張。生產端鐵路貨運量增速、重卡銷量增速、發電量增速均大幅回落。而下游需求回落意味著上游漲價不可持續。過去貨幣超發，追逐泡沫投機。未來貨幣收縮，尋找真正價值。

策略

新時代，新牛市——2018年A股投資策略

主要內容：

新牛市特徵1：盈利回升源於結構，更持久。

新牛市特徵2：機構資金占比提高，更平緩。

新牛市特徵3：中國自主品牌崛起，龍頭化。

春末走向夏初，價值龍頭攜手成長龍頭。

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。

行業點評

商業貿易：滿足美好生活，管道的變革和新機會

現象與啟示：①產業繁榮，市場平淡：一級市場的並購整合融資很熱鬧，但二級市場除永輝外，整體行情較差；②新零售產業格局加速：資本、人才與技術成為競爭力核心要素，人貨場重構，新龍頭加速贏得市場、新模式新服務加速湧現、老玩家加速資源變現轉型。

回歸本質：體驗、效率與成本。①消費升級與美好生活：2016年全國人均GDP 8123美元，一線城市達1.7萬-2.6萬美元，淡品牌、重品質消費興起，逐漸邁入第四消費時代；中產崛起、90後&00後更追求個性、品質、性價比；②技術賦能與效率提升：互聯網新技術提升管道效率和實現資源分享；VR/AR改變零售商與使用者互動方式；物理網/感知傳導，開啟智慧零售；數位化賦能小店，推進B2B；③管道融合的成本因素：測算線上流量成本上漲，行銷投入效益低於線下開店；盒馬模式最後三公里大幅降低物流成本，提升用戶體驗，優於傳統生鮮電商。

重點推薦：①產業變革加速期，首選龍頭：永輝超市和蘇甯雲商；②2018年CPI預期上行、新零售融合賦能、基本面復蘇等，把握超市機會：首選家家悅，推薦步步高；③線下價值重估與中高端消費復蘇：首選王府井，推薦通靈珠寶、天虹股份；④國企改革：推薦百聯股份、合肥百貨、中百集團等。

風險提示：改革與轉型進程及效果的不確定性，消費持續疲軟。

商業貿易：騰訊聯姻永輝，超市新零售變革提速

永輝超市12月12日公告，騰訊擬通過協定轉讓方式受讓公司5%股份，同時擬增資雲創15%，具體細節雙方將進一步磋商並簽署協定。因相關事項仍在前期籌畫，存在較大不確定性，12月12日起停牌，預計12月18日前公告並復牌。

2015年8月，行業內先後出現阿裡參股蘇寧20%和京東參股永輝10%的重磅事件，如果將此視為新零售序曲的話，2016年10月則是新零售的開端，而當前2017年歲末將是新零售格局加速形成的標誌。

其中，佈局最迅速、廣泛且關注度最高的非阿裡莫屬，其2016年以來相繼參（控）股蘇甯雲商、三江購物、聯華超市、銀泰商業、新華都、高鑫零售；京東、小米等電商龍頭紛紛加速佈局線下（實體店及B2B），永輝、蘇寧、天虹、大潤發等實體零售商加速推進線上線下管道融合；同時，資本迅速聚焦新零售新業態新服務，具有核心競爭力的小而美企業迎成長契機，融資加速技術反覆運算與發展。

回顧上述熱鬧景象，龍頭間合縱連橫與產業變革同步提速，2017年底，騰訊也終於給市場帶來壓軸驚喜，擬協議受讓A股超市龍頭永輝超市5%並增資雲創15%，預計雙方將共同推進新零售合作。此前11月8日，永輝旗下的超級物種以ministore在成都亮相第七屆騰訊全球合作夥伴大會。

我們認為，本次交易騰訊永輝強強聯手，超市領域的新零售格局更加清晰：阿裡+大潤發等+盒馬+易果，其中阿裡擬參股高鑫零售36.16%，並對已發行股份發出現金要約收購；騰訊+永輝+超級物種+京東生鮮，其中騰訊持股京東18.1%為第1大股東（投票權4.4%）、擬受讓永輝5%股權，而京東目前持股永輝10%。兩大組合無論在人才、技術、機制，還是線上下網點、業態結構、供應鏈上幾乎各有千秋，也讓產業與二級市場對未來零售業態演進充滿期待！

我們對2018年超市行業的投資建議是：①投資一超兩強：有極高護城河，正在持續價值成長的永輝超市；生鮮等核心競爭力強，有望迎來擴張提速和效率提升的家家悅；已度過業績調整期，正迎來業績彈性改善與持續成長的步步高；②關注新零售合作潛力，比如有網點優勢或價值低估的中百集團、紅旗連鎖、人人樂、華聯綜超等。

風險提示：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革進程慢於預期；轉型進程的不確定性。

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。