

2018年1月17日

銷售部 - 投資策略

債券

債市調查結果分析：股市最為看好，債市仍不樂觀

我們於2018年1月11日向以債券研究員和投資經理為主的微信群，投放了第36期海通債市一致預期調查問卷，結果分析如下：

資金利率預期穩中略升，債市預期仍偏謹慎。多數受訪者預期資金利率未來三個月會穩中略升，而對利率債的表現仍偏謹慎。十年國債有46%受訪者認為其會維持在3.8%-4.0%，有41%的受訪者認為未來會小幅上行至4.0%-4.2%區間波動。

政策與海外預判：對於未來央行將如何實施貨幣政策，有七成受訪者認為央行會小幅上調公開市場操作利率，僅12%的受訪者認為央行將上調貸款基準利率。對於美聯儲加息的預期，68%受訪者預期美國會加息三次，10年期美債收益率最高至2.8%。

未來債市的預判上，多數受訪者認為收益率仍未見頂，拐點或姍姍來遲。未來三個月10年期國債收益率高點的判斷上，投資者普遍認為將超過目前的水準，32%的受訪者認為最高會達到4.1%，還有38%的受訪者認為最高點將突破4.2%。對於債市拐點何時出現，有超過52%的受訪者認為下半年才會出現債市的拐點，還有18%的受訪者認為年內都不會出現拐點。

監管和通脹是最擔心的風險點。超過77%的受訪者認為金融監管政策仍是18年債市的主要風險點，有66%的受訪者擔心通脹。

投資策略：提高轉債占比，拉久期為時尚早。對於未來最推薦的投資策略，有68%的人選擇“提高轉債或權益占比”，此外還有26%的人選擇“現金為王”，而選擇“拉久期”、“降評級”、“加杠杆”的均不到20%，而對於組合最優久期，52%的人選擇了1年以下，還有39%的人選擇了2-3年。顯示投資者對於債市整體仍偏謹慎，仍偏好短久期、高等級品種。

股市最為看好，債市仍不樂觀。大類資產配置上，高達84%的受訪者偏好股票，遠高於選擇其他資產，排在第二位的大宗商品看好者占比也僅30%，看好債券的受訪者僅占12%。對於債券中最看好的品種，選擇可轉債的占比達62%，而看好利率債和信用債的均不多，這也印證了當前債市投資者普遍看好股市，而對債市相對謹慎。信用債風險偏好仍低。對於最看好的信用債品種，選擇高等級國企債和週期性行業龍頭債的投資者最多，而對於民企債、低等級債、城投債都不太看好。這意味著投資者對於信用債的風險偏好仍低。

行業研究

旅遊服務業：四大航2017年運載人次增14%，國際線下半年增速改善明顯

四大航披露2017年12月運營資料。2017全年來看，四大航空公司合計運載人次為4.1億，同比增長14%。分航線看，國內/國際/區域線運載人次分別達到3.5億/4752萬/1068萬人次。國內線同比增長15%，增速最高，反映國內強勁的商旅和休閒旅遊市場。其次是國際線/區域線，分別同比增長9%和4%。2017年12月，國內/國際/區域線運載人次達到2960萬/418萬/94萬，分別同比增長18%、14%和12%，單月均呈現向上修復趨勢。

不同航空公司國際線表現同時暗示了出國遊結構的變化。長短線佈局不同，航空公司表現各異。2017全年，東航/南航/國航/海航國際線運載人次分別為1468萬/1535萬/1350萬/399萬，分別累計同比增長2%、11%、2%和75%。2017年12月，東航/南航/國航/海航國際線運載人次分別125萬/137萬/122萬/34萬，分別同比增長4%、16%、13%和51%。南航相較東航長線占比更大，其更高的增速反映出出國游從中短線向中長線轉移的趨勢。

國際線下半年表現大幅改善。儘管2017全年國際線運載人次僅增長9%，但從2017年8月開始增速大幅提升：8-12月分別增長5%、10%、15%、16%和14%。我們判斷，未來隨著中韓負面因素減退，2018年3月開始疊加韓國需求反彈，國際線有望在2018年維持高速增長趨勢。

我們強調：出境遊最壞時間已經過去，航空總量資料之外，目的地資料也已顯露反轉跡象。①東南亞增長強勁。泰國：2017年10月和11月中國赴泰國遊客分別為81萬和79萬，同比分別增長70%和83%；新加坡：2017年10月中國赴新加坡遊客為25萬，同比增長42%；菲律賓：2017年11月中國赴菲律賓遊客為8萬，同比增長83%；越南：2017年12月中國赴越南遊客為41萬，同比增長91%，全年赴越南遊客量為401萬，同比增長49%；②東北亞雖然受累於韓國目的地大幅下滑，但日本受益於溢出效應增長超出預期。2017年11月，中國赴日本遊客達到57萬，同比增長31%；截至2017年11月，中國赴日本遊客達到679萬，同比增長14%；③港澳臺亦受益於韓國目的地受阻帶來的替代效應，在2016年全年6700萬高基數上實現了增長，截至2017年11月達到6282萬人次，累計增長3%；11月達到591萬人次，同比增長11%。不僅打破了2015年以來的下跌趨勢，同時從側面反映出遊客出境需求旺盛。

標的推薦：凱撒旅遊、眾信旅遊。我們重點推薦出境游綜合運營商凱撒旅遊和出境遊龍頭眾信旅遊：凱撒旅遊還將疊加今年嚴控費用的邏輯利潤得到更大釋放；行業資料反轉將有效提振眾信旅遊收入端從而提升公司業績。

風險提示。地緣政治風險。

商業貿易：產業整合加速，新商場的價值與機會

在當前新零售產業變革加速期，我們希望通過本篇報告：闡述對零售產業變革方向與節奏的判斷，詳細分析看好百貨股的邏輯，同時以新視角再次回顧近年來中國商業物業總量和結構上的變化趨勢，為梳理2018年產業整合和二級市場投資機會提供參考。

新零售變革加速期，電商龍頭加速搶灘線下。①消費復蘇&資本入局，帶來轉型機遇：2H16以來的行業消費復蘇給市場形成從量變到質變的認知，優質龍頭公司的復蘇將持續且強化，具有估值提升的內在邏輯。2018年，龍頭的進取心和整合力將更強，促進資產重估、經營優化、效率提升；②商業回歸本質，成本效率平衡。隨線上流量成本上升，線下業態優化後流量企穩和體驗需求上升，線下管道投放的性價比或更高，以及二者結合的模式有更優的成本效率，這也印證了電商近年愈加往線下走的商業邏輯；③新商場的價值空間。阿裡私有化銀泰，以及銀泰與中央商場開展新零售合作具備行業示範意義，或意味著百貨加速整合期已至。2018年百貨股的機會首先在於估值便宜的基礎、復蘇的支撐和超市影子股邏輯，更進一步的，還來自於短期內機制變革的彈性和中期內產業鏈效率改善的彈性：（a）區域百貨零售商的價值是遷移重塑還是加速消逝，亟待體制機制變革與否；（b）持續多年的外部壓力，以及資本和技術在該領域的加速佈局，已倒逼行業自我變革擺脫“二房東”模式的簡單價值創造，回歸零售本質，著力消費者服務體驗，數位化門店、用戶和運營，連接&打通上下游，壓縮產業鏈，再造價值鏈，邁向新商場！惟其艱難，空間也大，更是先行者的機遇（無論整合者還是被整合者）。

商業物業總量分析：供給近年回落，供需趨向均衡。①供給端：2014年以來新開工面積下降，而竣工面積仍有小幅增長，在一定程度上體現商業物業市場逐漸飽和。需求端：百家零售額與竣工面積增速2010年以來整體趨同，體現消費需求與物業供給的匹配度；②商業物業售價穩步上漲：從2000年的3200元/平米上升到2017年10月的10450元/平米，CAGR約7.2%；③空置率在合理水準：中國內地14個城市平均商業物業空置率近年約7%-8%，整體低於新加坡和中國香港，略高於中國臺灣地區。

商業物業結構分析：一線城市核心商圈物業競爭力強，部分二線城市有供給壓力。①一線城市：新增供給主要位於非核心商圈或郊區，核心商圈的物業空置率和租金水平均較穩定，北京和深圳的優質零售物業基本無供給過剩的風險，上海租金水準最高，但因近年多個商業專案改造致空置率較高。以恒隆地產上海物業為例：恒隆廣場所在南京西路商圈是上海租金最高商圈，該商場租金由2007年的12.4港幣/平米/天上漲至2015年的45.2港幣/平米/天，CAGR約17.6%；2016年因裝修調整導致部分區域沒有出租招商，租金水準有所回落；港匯恒隆廣場的租金由2007年的10港幣/平米/天上漲至2016年的27.7港幣/平米/天，CAGR約12%；②二線城市：天津、重慶、成都等地有供給壓力，空置率較高；杭州、武漢仍有能力消化更多物業，瀋陽前期庫存較多，仍處於消化過程中。

投資建議：關注擁有優質物業，RNAV折價較多個股。①投資回避商業物業供給有過剩風險的城市，優選租金水準和空置率相對均衡的區域；②佔據核心城市的核心商圈、擁有高端優質物業，且經營能力和公司治理優秀的百貨公司，價值兌現彈性和空間大；③綜合RNAV、PE、PS，以及現金/市值比值，選擇安全邊際較高的個股。結合新商場轉型創新力度與成效、消費復蘇彈性與資產價值可能的邊際變化，重點推薦：王府井、天虹股份、合肥百貨、百聯股份，其中天虹股份和合肥百貨的超市收入占比約30%，百聯股份因並表聯華超市，超市收入占比約60%，三者均為“超市影子股”。

風險提示：消費疲軟壓制業績和估值；國企改革慢於預期；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。