

固定收益

到期壓力不減，城投地產尤甚——2018年信用債到期量分析

18年信用債還本付息不減，公司債到期量翻倍。18年存續信用債（公司債、企業債、中票、短融、定向工具）償還量約4.08萬億，考慮年內發行且到期的短融以及回售可能後，18年信用債償還規模或在5.26萬億，與17年（5.3萬億）基本持平。

去產能行業到期壓力邊際緩解，而地產債迎來到期、回售雙高峰。存續地產債中，18年需要償付的規模為1613億，是17年的2.3倍，2019-2021年需要償付的規模分別為2807億、3998億和4037億；此外，存續地產債在18年進入回售期的超過3800億，19年也有接近3700億，規模之大史無前例。

城投債償還量不減，警惕地區債務風險。18年城投償付量或達1.58萬億，較17年（1.48萬億）增多。多數地區18年城投債到期量較17年穩中有降，但雲南、陝西、湖南、吉林18年城投債總償還量較17年明顯增加。

“到期”量逐年增多，警惕“永續”陷阱。永續債延期、續期會伴有票面利率的跳升，發行人不會輕易選擇延期。發行人可能出於自身流動性緊張、再融資難或者希望繼續降低資產負債率而選擇延期，但對於投資者而言，發行人延期償付本金利息，投資者將面臨無法收回投資的風險。而且這種情況並不算違約，投資者難以維權。存量永續債中將在18年進入贖回/延期點的規模有1118.5億，2019-2022年更多。應警惕弱資質發行人選擇延期後給投資者帶來的風險。

非標到期量增多，嚴監管下加劇再融資壓力。16-17年在債券融資縮量的情況下出現大幅的增長，非標產品比如信託貸款，平均期限在2年左右，我們預計2018年和2019年到期量大增。當前監管對非標融資並不友好，2017年末資管新規徵求意見結束後，對非標的監管政策密集出臺，未來兩年非標到期量增多遭遇監管從嚴，加劇再融資風險。

策略點評

部分個股成交低迷會是常態嗎？

核心結論：①2017年以來A股低成交個股數量不斷增加，市值低於50億佔比87%，PE（TTM）高於30倍佔比78%。②這源於業績為王的風格及投資者結構變化，這些個股PE（TTM）中位數40.2倍、17Q3淨利潤同比中位數6.7%，全部A股為19.5倍、18.3%。③1998年來港股低成交個股逐年增多，而美股減少，源於退市制度不同。過去五年，美股、港股、A股退市率為6.3%、0.6%、0.3%。

A股熱度分化，出現了大面積成交低迷的個股。我們將月成交額低於全部A股月成交額中位數1/2的個股定義為低成交個股。17年9月份以來，低成交個股數量迅速增加。在存量資金下，A股表現出明顯的分化特徵，在藍籌白馬股持續性上漲的同時，小盤股資金流出明顯，低成交個股數量不斷增多。回顧A股歷史，此次低成交個股大面積出現突破新高。低成交量個股市值偏小、估值偏高、業績較差。

低成交個股出現源於業績為王的風格及投資者結構變化。市場熱度分化，部分股票成交量持續萎縮，本質源於盈利和估值的匹配度差異，低成交個股普遍估值偏高，而淨利潤同比增速偏低，盈利和估值的匹配度差，導致業績為王的風格下低成交個股交投清淡。同時機構投資者佔比不斷提高，市場偏好業績促使主題降溫，盈利估值匹配度較差的個股缺乏增量資金的流入，出現流動性結構萎縮。

低成交個股未來展望，部分個股成交量低迷或成常態。參考海外資本市場發展經驗，中國內地市場和香港市場退市制度相似，同時隨著A股市場的不斷成熟，向成熟市場不斷靠攏，機構投資者佔比不斷增加，中長期A股市場出現港股化趨勢，成交量分化，部分個股成交低迷或成常態。

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。

行業研究

農業：2017年報前瞻：畜禽價格同比大降，農業整體淨利潤下滑

1、業績前瞻概要：72家農業公司中已有53家發佈2017年業績預告或業績快報，預告中值之和為197.6億元，同比下降21%。剔除溫氏股份後，中值增速在-1%。同時，我們對海通農業重點關注的31家公司進行了盈利預測，這31家公司盈利增速為-19%，剔除溫氏股份後則為-3%。根據我們預測，淨利潤同比下滑的有16家公司，主要集中在畜禽養殖板塊，淨利潤同比增長的有15家公司，集中在飼料板塊。

2、核心觀點：畜禽價格同比大降，農業整體淨利潤下滑。1) 畜養殖：17年生豬均價約15元/公斤，同比下降19%，對於養殖戶而言仍然是一個盈利可觀的年份，但相比2016年明顯下降；2) 禽養殖：2017年父母代雞苗、商品代雞苗、雞肉價格全面下跌，各企業淨利潤大幅下降；3) 飼料：飼料企業銷量增長明顯，核心原因為環保壓力導致小企業退出市場，而上市企業都處行業領先水平，在此過程中獲得更多擴張機會；4) 疫苗：疫苗企業淨利潤整體增長，但表現略有分化。口蹄疫龍頭生物股份增長明顯，但豬瘟、藍耳招采政策變化導致普萊柯等部分企業收入下降；5) 種子：種子板塊分化嚴重。稻種業務佔比較高、品種競爭優勢明顯的隆平高科、荃銀高科淨利潤實現高速增長，登海種業由於受玉米種植面積調減等行業負面因素影響，同比下滑幅度較大；6) 制糖：2017年國內糖價持續高位運行，中糧糖業預計增長，但南寧糖業由於補貼收入下降、成本上升，預計虧損，淨利潤大幅下滑。

風險提示：農產品價格大幅下滑；自然災害。

傳媒：無懼創業板調整，傳媒低估值公司性價比凸顯

昨日創業板下跌2.66%，我們觀察到傳媒板塊公司漲跌分化顯著，有業績支撐的遊戲、影視板塊相關龍頭呈現明顯“抗跌性”，在傳媒指數連續兩年跌幅前列後，我們認為龍頭公司估值已至安全區間。持續關注相關公司業務的邊際向好。堅持二維投資邏輯：行業規模大，資源向龍頭彙聚；專業公司主導內容為王。細分板塊重點關注春節檔票房反彈和新遊戲對相關公司業績的提升。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

醫藥與健康護理：醫藥商業集中度加速提升拐點即將到來，重視龍頭企業投資機會

我們判斷，未來三年醫改將促使醫藥流通行業集中度加速提升。截至2018年1月份，全國已完成公立醫院零加成改革，兩票制也已在24個省份正式執行，其餘7個省也將在2018年完成執行。從最早執行兩票制的福建和安徽來看，兩票制將促使流通企業集中度加速提升。我們判斷，上市公司層面先抑後揚，預計2018年下半年出現拐點。

醫藥商業估值及相對溢價率處於歷史低位，長週期佈局正當時。A股醫藥商業板塊相對全部A股估值溢價率處於相對低位。2008-2017十年A股醫藥商業板塊相對全部A股估值溢價率均值為97%，截止2018年1月26日，該估值溢價率僅為30%，估值溢價率不到歷史平均估值溢價率的三分之一。

風險提示：兩票制執行導致調撥業務減少的風險，零加成及控制藥佔比導致醫院開藥量減少的風險，輔助用藥控制趨勢趨嚴導致輔助用藥金額下降速度過快的風險，招標降價的風險，市場利率上升導致流通企業資金成本上升的風險。

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。