

## 宏觀

### 貨幣低增時代，房價神話難續！——兼論房地產庫存預判房價因何失效

在貿易戰陰雲密布、美國加息週期開啟的背景下，外需面臨的不確定性加劇，而房地產是拉動內需的重要引擎。因此，對於18年房地產行業的發展，特別是房價走勢的判斷，將關係到對後續經濟走勢的判斷。

庫存與價格的“蹺蹺板”效應。在判斷商品價格走勢時，庫存與價格之間存在著此消彼長的關係，即“蹺蹺板”效應，像糧食和水泥等商品，庫存與價格之間就存在明顯的反向關係。

庫存見頂回落，房價繼續上漲？17年房地產庫存已由14-15年的高點見頂回落，而不論從狹義庫存還是廣義庫存衡量，庫存去化週期也降至近五年來最低值。因此，偏低的地產庫存也引發部分人對於房價繼續上漲的期待。

住房投資屬性，房價需求決定！中美兩國數據均表明，庫存與價格之間的“蹺蹺板”效應在房地產市場失效，這主要源於住房的投資品屬性。對於消費品或者工業品而言，買就是為了用，庫存低是真的低，因為都被用掉了，代表供不應求。但對於房產而言，其使用期限長達70年，並不會被用掉，所以表面看新房庫存很低，但其實中國每年新蓋2000萬套房子，居民手裡的存量住房越來越多。投資品用不掉的特點決定了其價格取決於需求，而絕非供給。最典型的投資品是股票，過去IPO停發時通常是熊市，而IPO放量時通常是牛市，因為大家買股票就是為了賺錢，所以漲的時候天量供給都嫌少，跌的時候沒有供給都嫌多，因此投資品的價格分析重點在於把握需求。

住房需求兩件事：剛需與投資，收入與負債。需求包含兩大要素：一是購買的意願，二是購買的能力。

誰需要買房？剛需vs投資。買房者主要有兩類人：一類用來住，一類用來炒。剛需持續下滑。對於消費需求來說，主要是年輕人和城市化進程中轉換身份的農村人口，但我國老齡化日益嚴重，年輕人每年減少500多萬；同時城鎮化的進程也在逐步放緩，消費需求人群總體趨於萎縮。投資需求受限。對於投資需求來說，炒房者關注的是投資收益。但是，高收益低風險的住房投資信仰已被打破。一方面，住房調控政策趨嚴，在中央“房子是用來住的、不是用來炒的”的定位下，過去兩年多地出臺遏制投機炒房的政策，認房又認貸，打擊投機需求。另一方面，房價已開始出現大幅鬆動，今年頭兩月一線城市房價同比全面下跌，住房投資持續升值預期不再，投資需求面臨回落。

買房錢從何處來？收入vs房貸。收入根本不夠。我國居民收入增速遠落後於房價漲幅，並且房價收入比一向較高，購房需求難以靠收入得到滿足。全靠舉債來湊。過去兩年居民每年舉債7,8萬億，

占當年GDP的比重達到10%，是房價上漲的重要原因。債務接近極限。由於中國居民收入占GDP的比重較低，從債務收入比角度觀察，中國居民部門已經接近100%，接近美國07年的極限水平。

去杠杆收貨幣。新一屆政府強調高質量發展，打贏防範金融風險的攻堅戰，而18年的全國兩會也首次未設定任何貨幣和融資增速目標，對此央行在年初的貨幣政策報告中已經明確寫出了“未來貨幣低增將是新常態”。失去了貨幣超發的支撐，居民舉債很難進一步擴張。

房價神話難續。總結來看，人口老齡化和城鎮化增速的放緩，使得剛需群體數量減少；政策對住房投資性需求的打擊和房價鬆動使得住房投資的吸引力下降，投資需求也趨於回落；更重要的是，在防範化解金融風險的大背景下，中央明確提出來要結構性去杠杆，未來貨幣低增成為常態，將不足以支撐居民大規模地舉債買房，利率約束也使得需求趨勢下行，因而新房低庫存並不足以支撐18年房價繼續上漲。

## 策略

### CDR 的運行及對市場影響——借鑒ADR

核心結論。①美國發行ADR上市已經常態化，海外公司一般通過發行第三級ADR實現美國上市融資，其中龍頭公司交易更活躍。②CDR試點企業需滿足新經濟、大市值、高營收三大條件，而業績標準放寬，投資者准入或更加嚴格。我們預計CDR大概率不能自由轉換，基礎股票來源於增發新股。③CDR制度將優化A股結構，利於新經濟發展。海外中資科技股估值及盈利匹配度優於A股科技股，CDR將使A股存量公司分化。

借鑒海外：ADR的歷史回溯與當今發展。①美國發行ADR上市已經常態化。美國年均IPO上市181家公司，其中年均通過ADR上市的有19家公司，ADR占比10.5%。從ADR發行規模占比來看，最近5年來的ADR發行規模占當年市值和當年融資規模比例的均值分別為0.026%和12.72%，可見美國發行ADR已經實現常態化。②海外公司一般通過發行三級ADR實現美國上市融資。對於海外公司來說，發行第三級ADR是在美國實現上市的最佳途徑，它和普通股的性質最為接近，同時滿足了全國性交易所掛牌上市和融資的兩大需求。③美股市場上ADR流動性存在兩極分化。ADR總體換手率不如全美股，而ADR中的龍頭公司的換手率要高於全美股，這反映的是美股市場背後的優勝劣汰，部分ADR的流動性不足恰恰體現了美股市場的有效性。

觀今：A股迎來新經濟的“新規則”。①CDR試點企業設定高門檻：新經濟、大市值、高營收。已在境外上市的大型紅籌企業，市值不低於2000億元人民幣；尚未在境外上市的創新企業（包括紅籌企業和境內註冊企業），最近一年營業收入不低於30億元人民幣且估值不低於200億元人民幣，或者營業收入快速增長，擁有自主研發、國際領先技術，同行業競爭中處於相對優勢地位。②預計CDR對於投資者也將可能會有一定的資質限制。“BATJ”們以CDR模式回歸A股市場的波動性會被放大，並且這次目標試點企業概念題材多，易受市場追捧，我們預計，CDR存托憑證登陸我國之初可能會對投資者資質、資產、交易經驗等方面加以限制，以充分防範CDR試點中市場過度炒作的問題。③優化證券發行制度，為試點企業放寬發行條件。針對創新企業在特定發展階段高成長、高投入、實現盈利的週期較長等特點，制度上開啟“綠色通道”，明確規定符合條件的創新企業不再適用有關盈利及不

存在未彌補虧損的發行條件。④關於CDR發行的進一步猜想：1、CDR大概率不能跨境轉換或設定最高轉換上限，採取國內單獨定價。2、基礎股票將來源於上市公司增發新股，類似美國ADR第三級發行。3、控制發行體量，實現平穩入市。

展未來：CDR制度將改變市場生態。①CDR制度將使得A股市場結構更加合理，更好地為新經濟服務。這次實行創新企業境內發行股票或存托憑證試點對於A股市場結構調整具有深遠意義，政策的傾斜將引導科技股新鮮血液的流入和回歸。可以預見，隨著更多高成長的“獨角獸”在A股上市，A股市場結構將趨向合理。②真金需火煉，真正有業績的科技龍頭將勝出。對比目前A股、海外上市中資股、美股科技類股估值、市值和盈利占比，海外上市的中資科技股業績增速最靚麗、估值盈利匹配度最好。隨著中概股逐步回歸，市場的資金將流向盈利估值匹配度更好的CDR，A股科技股中估值和盈利不相匹配的偽龍頭將受到衝擊，真正有業績的科技龍頭將脫穎而出。

風險提示：CDR相關最終發行制度細則和本文推測有一定偏差。

## 行業研究

### 石油化工：原油：從供需看油價

原油價格：我們預計2018年布倫特年均價65美元/桶左右。2017年以來國際油價震盪上行，年均價格54.85美元/桶，較2016年均價上漲21.6%。我們認為，2018年油價主要影響因素：（1）OPEC減產執行情況；（2）常規原油產量的變化；（3）沙特阿美上市預期；（4）原油去庫存；（5）葉岩油產量溫和增長；（6）美元指數；（7）地緣政治因素。

全球原油探明儲量主要集中在中東地區。據《BP世界能源統計年鑒2017》，截至2016年底，世界原油探明儲量約1.71萬億桶；中東地區原油探明儲量8135億桶，占全球原油探明儲量的47.7%。美國、中國和印度原油探明儲量占全球原油探明儲量比重較低，分別為2.8%、1.5%和0.3%。

供給端：全球原油產量平穩增長。據《BP世界能源統計年鑒（2017）》的數據，2016年全球原油產量43.82億噸，同比增長0.5%；OPEC國家原油產量18.64億噸，全球占比42.5%。OPEC減產協議執行到今年年底，將緩解原油供計壓力；但葉岩油產量的持續溫和增長，仍將是原油的主要供給增量。

需求端：1965年以來全球原油需求年增速2%左右。2016年全球原油消費量44.18億噸，同比增長1.78%。1965-2016年全球原油消費量複合增速為2.00%左右。2016年全球原油消費量同比增加0.78億噸，其中中國、印度是增量的主要貢獻者，約占全球原油需求增量的44%。

原油儲備加快建設。據國家統計局的數據，截至2017年6月底，中國已建成舟山、舟山擴建、鎮海、大連、黃島、獨山子、蘭州、天津及黃島國家石油儲備洞庫共9個國家石油儲備基地，儲備原油3773萬噸，同比增加13.5%。

海洋石油探明率低，潛力大。根據第三次石油資源評價結果，全國石油資源量1072.7億噸，其中海洋石油資源量246億噸，占總量的22.9%。我國海洋石油探明程度為12%，遠低於世界平均水平。為保障我國原油戰略安全，海洋石油將是我國油氣勘探開發重要領域。

我國完善原油進口和使用管理辦法。據《國內外油氣行業發展報告》的數據，2018年我國計劃原油非國營貿易進口允許量14242萬噸。自2015年發改委出臺《關於進口原油使用管理有關問題的通知》後，全國地煉不同程度的獲得進口原油使用配額，從而帶動了地煉開工率的提升，由2015年前30%左右的開工率提升至目前60%左右。

我國推出原油期貨合約。2018年3月26日，上海國際能源交易中心推出的原油期貨合約掛牌交易。我們認為，原油期貨的推出能真實反應我國原油的供需狀況，有望增強我國原油定價權，有助於降低國內煉化企業在國際油價大幅波動情況下的經營風險，改善企業盈利狀況。

風險提示：OPEC減產不及預期、美國葉岩油產量大幅增長、全球原油需求不及預期等將影響油價走勢，進而影響石化行業整體盈利。

### **機械工業：消費升級——注塑機行業的變革與機遇**

作為機電液一體化的工業母機，注塑機行業市場規模穩定。根據World Plastics Processing Machinery 的研究以及KM 集團2016年的市場調查預測，18年主要國家的注塑機市場規模為91億歐元，18-24年CAGR為4%，其中亞洲市場（特別是中國）是主要驅動引擎。從13-17年，中國塑料機械市場規模穩定在500-600億元。我們發現，從2016年以來，中國注塑機行業正在加速增長，我們認為主要原因為：（1）需求端看，由於消費升級，塑料部件的種類和變化增加，帶動注塑機行業增長；（2）供給端看，塑料部件的原材料為聚丙烯等化工產品，其主要原材料是原油，15年以來的低油價環境無疑加速了塑料部件滲透率的提高。因此，我們認為注塑機行業正受益消費升級帶來的變革，市場集中度和競爭格局有望出現變化。

風險提示：製造業投資下降、塑料部件滲透率下降。

### **化工：醋酸供需格局改善明顯，高景氣度有望持續**

醋酸行業洗牌已完成，未來兩年醋酸行業無新增產能，新建項目審批難度大。1）全球的醋酸產能約1649萬噸，中國是世界上最大的醋酸生產國家，產能約占全球52%。我國醋酸前四大企業產能集中度近50%，集中度高，醋酸產能增速逐年下滑，行業洗牌已完成。2）VOCs新政加速淘汰落後產能，也限制了新建項目的審批進度。乙醛在VOCs重點防治污染物之中，而以乙醛作為醋酸生產原料的均為小型企業，整治方案中極力推行清潔技術，污染與新技術的雙重成本使小型醋酸企業不堪重負，瀕臨倒閉。3）根據百川統計，2020年前我國醋酸新增產能幾乎為0，供給穩中有降。

下游需求主要為PTA，未來三年需求擴張85萬噸，2020年前醋酸供需缺口16萬噸/年。1）PTA、醋酸乙烯、醋酸乙酯是拉動國內冰醋酸消費市場的主要力量，PTA是醋酸需求的主要增長點。我們預計，未來3年，PTA、醋酸乙烯、醋酸乙酯帶來的醋酸需求增長分別為50萬噸、21萬噸、14萬噸。其中，

PTA進入產能過剩消化期，醋酸乙酯需求恢復，二者的開工率穩步上升，EVA產能高速擴張，帶動醋酸乙烯需求上漲。2) 根據我們測算，2020年以前醋酸產品存在供需缺口每年約16萬噸。醋酸行業高壁壘主要體現在技術、裝置、資金三方面。1) 生產工藝專利技術獲取成本高；生產過程裝置維護成本高。2) 項目投產前期設備購置、安裝，土建工程費用大，項目投產過程原料、能源消耗大。3) 噸醋酸投資成本約4000-5000元/噸，資金壁壘在化工產品中處於中等偏高的地位。這為企業新建醋酸工程設定了較高的門檻，限制了醋酸產能的進一步升高。

風險提示：在建產能提前投產；原材料價格大幅下滑；下游新增需求釋放進度低於預期。

## 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，僱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。