

2018年5月16日

銷售部 - 投資策略

宏觀

生產短期平穩，需求多數下滑

工業生產回升，新產業高增長。

4月工業增加值同比增速7%，較3月回升，印證發電量及主要工業品產量增速普遍回升、各主要行業增加值增速漲多跌少，高技術產業和裝備製造業等新產業仍保持高增速。地產投資持續高增、去年同期基數較低，均使得工業生產超預期回升。

投資小幅下滑，地產獨木難支。

1-4月固定資產投資增速回落至7%，其中4月當月增速降至6.1%。三大類投資中，製造業投資增速小幅回升；基建投資增速低位徘徊，是投資下滑的主要拖累；房地產投資增速高位平穩，但獨木難支。地產銷量轉負，拿地開工雙降。

4月地產銷量同比增速-4.1%，較3月下轉負。4月35城首套房貸款利率再創新高至5.56%，限購限貸政策未見放鬆，疊加去年三四線地產銷售基數較高，導致4月地產銷售疲弱。而受地產銷售低迷拖累，4月土地購置增速大跌轉負，新開工增速幾近歸零。

消費增速回落，必需消費低迷。

月社消零售增速9.4%，限額以上零售增速7.8%，均較3月回落，並創下年內新低，但網上零售仍保持高增長。分品類看，必需消費全面回落，食品、服裝、日用增速均下滑，可選消費漲少跌多，汽車低位持平，石油回升，地產相關的家電、家具、建材則是漲少跌多。

經濟短期平穩，下半年仍堪憂。

5月上旬發電耗煤增速回升，汽車、鋼鐵、水泥等行業開工均在回升，表明工業生產短期平穩。地產投資持續高增是當前工業經濟改善的主因，但4月地產銷量增速下滑轉負、社融增速也再創新低，兩大領先指標均處下行通道，意味著下半年經濟仍然存在下行風險。

策略

美國加息週期新興市場多數更強

核心結論：①美國10年期國債利率上升下降約30年一輪大轉換，2015年底以來進入上行期。美國加息週期多始於CPI過2.5%後，2015年底來的加息週期是1982年來第6輪，起源於貨幣政策回歸正常化。②美國加息週期大類資產中石油美股表現較優。加息週期的背景是經濟增長和通脹雙升，企業盈利增長快，且幅度超過加息對PE的負面影響，故美股上漲。③美國加息週期MSCI新興市場指數相對發達市場指數更強，二大風格7年一輪換，這次轉向新興市場才2年。美加息週期港股多數上漲源于盈利高增長。

美國處於82年來第6輪（聯邦基金目標利率）加息週期，加息節奏較慢。2015年1月美國10年期國債利率降到1.88%，創下1896年以來歷史新低，長期看，美國有可能已進入下一輪10年期國債利率上行週期。歷史上4輪美國10年期國債利率變動週期，10年期國債收益率分別變動199、-314、1264、-1274個BP，新一輪美國10年期國債利率上行週期美國利率上升112個BP，相比歷史第六輪加息週期至今利率上升幅度較小。2018年一季度美國名義GDP同比2.86%；通脹持續復蘇，CPI增速已連續7個月維持在2%以上，3月CPI同比2.4%；美國4月失業率降至3.9%，為2000年年底以來新低。如果未來通脹上升超預期，美聯儲可能加速加息。

美加息週期內大類資產中石油美股表現較優。我們統計1981年以來加息週期中各大類資產表現（剔除債券），6次加息週期中，石油、美股、CRB指數（大宗商品指數）、美元年化收益率分別達27%、9%、8%、2%，石油和美股表現占優。5次降息週期中，美股、CRB指數、美元、石油年化收益率分別達8%、-1%、-2%、-5%。歷史上5次加息週期中大宗商品整體走強，原油漲幅較大同時降息週期中與之相比表現較弱，而美元由於受影響因素較多，歷次加息週期中漲跌分化。2015年底開啟的第六輪加息週期中，石油、美股、CRB指數、美元累計漲幅為89.3%、33%、17.1%、-7.6%，年化收益率為31.5%、13.2%、7.0%、-3.3%。

美加息週期中新興市場多相對走強，風格7年一換，剛開始轉向新興市場。研究1987年MSCI新興市場指數發佈以來其在加息週期中的表現，新興市場多相對發達市場走強。1988-1989年加息週期中MSCI新興市場指數年化漲幅44.37%，大幅超過MSCI發達市場指數年化漲幅10.66%。1999-2000年加息週期中MSCI新興市場指數年化漲幅7.52%略低於MSCI發達市場指數年化漲幅11.4%。2004-2006年加息週期，資金持續流入新興市場，MSCI新興市場指數年化漲幅29.38%，大幅跑贏發達市場指數年化漲幅10.58%。從全球資產配置風格來看，以MSCI新興市場指數/MSCI發達市場指數衡量兩類資產風格，加息週期開始新興市場與發達市場間平均約7年進行一次風格轉換，本輪加息開始於2015年底，2015年9月MSCI新興市場指數開始相對MSCI發達市場指數走強，目前風格轉向新興市場才2年，根據歷史情況看，這一趨勢可能仍能持續。

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

商業貿易：屈臣氏的成長與轉型，折射了美妝行業的哪些變化？

屈臣氏集團80年代進入中國，通過精準客群定位、龐大的網點規模和自有品牌優勢，成功打造“個人護理專家”品牌形象。而其2015-2017年同店連續下降，雖有行業性的線上分流、線下競爭加劇，

及消費者行為變化等，但對比絲芙蘭、愛茉莉太平洋相對穩健的經營狀況，或許屈臣氏自身品類品牌結構、門店佈局與體驗是更重要的影響因素，為此其2017年開始積極轉型潮流美妝、優化消費體驗。

多次全球並購，成長為保健與美容連鎖龍頭。①屈臣氏以香港藥房起家，1981成為李嘉誠旗下和記黃埔全資子公司；2005年以5.34億歐元鉅資收購法國最大的香水及化妝品零售商Marionnaud SA 後，成為最大個護零售商，開始全球擴張；②屈臣氏集團2017年零售額1562億港幣，增長3.08%，同店增0.9%，其中中國保健及美容產品零售額218億港幣增長4.16%，同店降4.3%；截至2017年底，屈臣氏在全球24個市場門店數14124家，其中在中國454個城市門店數3271家。

屈臣氏中國的成功經驗：精準定位+快速擴張+自有品牌。①定位：目標客群為18-35歲、月收入2500元以上女性，2016年女性顧客占比90%，客單價120元；預計2018年客群結構中，80/90/00後各占比38%/44%/8%。②渠道：屈臣氏中國2008-17年門店數CAGR 26%，2017年淨增342家至3271家，平均新店現金回本期10個月；2010-17年收入CAGR約12%，EBITDA毛利率維持20%左右。③自有品牌：2009年上架，品牌數約15個，SKU超2000個，估計年銷售額30-40億元占比20%；相對入駐品牌，自有品牌品類全、價格低、面膜護膚品類銷量高。

連續三年同店下降，遇到了哪些問題？屈臣氏2015-17年同店銷售增速各-5.1%、-10.1%、-4.3%（4Q17略增0.1%）；據Euromonitor，其單店收入與坪效2012年以來逐年下降，且2016-17年降幅擴大，2017年單店收入492萬元，坪效1.12萬元/平米，均不及2011年1/2。①電商分流：線上滲透率由2003年的0.3%增至2017年的23.2%；電商與CS渠道（主要來自開店）份額上升、百貨與KA下降，2016年電商、CS銷售占比各21%、18%，百貨、KA、直銷各19%、27%、11%。

②CS渠道競爭加劇：屈臣氏的經營績效下滑，不是個例，2012-17年屈臣氏單店收入、坪效CAGR各-10.75%、-13.06%，嬌蘭佳人單店收入、坪效CAGR各-16.52%、-18.2%；但絲芙蘭與愛茉莉太平洋經營穩健：絲芙蘭2017年收入35億元、門店數210家，單店收入逐年增至1669萬元、坪效3.88萬元/平米最高；愛茉莉快速展店，單店收入（400-500萬元）與坪效（2-2.5萬元/平米）相對穩定。

③品牌與品類結構老化，錯失潮流美妝的升級發展契機。一方面是美妝行業消費升級，中高端海外品牌受青睞，另一方面是屈臣氏傳統的商品結構中，個護占比高於美妝，且因高比例自有品牌、本土品牌，進口品牌（特別是歐美品牌）較少。

新零售時代，轉型潮流美妝、優化消費體驗。2017年4月屈臣氏首席營運官高宏達全面接管中國業務，推出系列改革方案，主要舉措：①重新定義目標客群，推出“萬筍”APP加強會員運營。屈臣氏中國門店每週客流約1400萬，每月約5000萬，轉化率高達40%；在移動化環境下，會員數600萬，且80%消費者均為會員，85%交易均通過會員卡完成。②縮減國產品牌和自有品牌，大規模引進彩妝。第8代潮流店陸家嘴新店內16個彩妝品牌中，自有品牌4個，韓國品牌6個且其中4個首次進入屈臣氏渠道。③門店升級，擴大體驗區，去BA化。第8代潮流店推出AR虛擬試妝服務“Skin Me來彩我”和智能皮膚測試服務“Skin Test來試我”；上海7家門店試點“不考核自有品牌占比，只考核整體店鋪銷售”。

風險提示：渠道競爭加劇；轉型進度與效果的不確定性；新店培育期拉長的風險。

化工：化工園區優勢幾何？——深入解讀我國化工企業入園趨勢

我國化工品種類紛繁，園區化是加速淘汰化工落後產能的有效手段，未來化工行業集中度將大幅提升。1) 我國化工企業過去多年均呈現小、散、亂的特點，對經濟實際貢獻有限，但對環境造成嚴重的破壞，而且行業集中度過低不利於龍頭企業擴大再生產，行業容易形成惡性競爭；2) 與海外化工企業相比，我國化工園區建設發展仍有較大差距，主要體現在我國化工企業平均產值過低、一體化協同效應不明顯，可以說化工園區整治潮僅剛開始；3) 化工產業相對於其他工業行業具有產品種類多，產業鏈複雜等特點，因此產業集聚形成園區一體化能大幅提高整個產業的效率與效益，降低產業結構的同質化和低質化，園區內的龍頭企業可以通過產業集聚效應和外部經濟來發展新型產能。

化工園區的核心優勢到底在哪裡？1) 成本大幅下降：化工產品鏈長、關聯度高，上道工序的產品常是下道工序的原料，原料、物流、能源成本均能大幅降低。以全球化工巨頭巴斯夫為例，“一體化”是其最具價值的資產之一，園區一體化每年為巴斯夫公司節省總成本超過10億歐元，物流一體化、能源一體化、基礎設施一體化分別貢獻約60%、30%、10%；2) 環保事故率下降：通過廢氣、污水實時監控，環保事故發生率大幅下降；3) 安全保障增強：通過安全一體化平臺和網格化管理等手段進行安全監管，安全事故發生率大幅下降。

化工用地審批難度加大，化工園區具備自然資源的稀缺屬性，未來價值倍增。1) 在當前形勢下，我國化工園區不達標的都要淘汰，不會再新批新建化工園區，未來化工園區本身就是稀缺資產，我們預計擁有獨立的占地面積足夠大的園區的化工企業具有較大的潛在升值空間；2) 國土資源“十三五”規劃提出制定工業用地等各類存量用地回購和轉讓政策，我們預計未來工業用地供應將明顯減少，審批難度大幅增加。

國家化工園區政策頻出，地方政府層層加碼，淘汰落後產能將迎來大幅提速。1) 2015年來，國家連續出臺三條重點指導政策，對石化產業的產業結構調整和轉型提出了多項具體要求；2) 化工三大省出重拳措施響應號召：山東省提出2018年底完成城市人口密集區危險化學品生產企業搬遷、轉產或關閉；江蘇省和浙江省同樣要求2018年底危化品全部入園，並要求到2020年化工園區內化工行業主營業務收入總額貢獻率大於65%；3) 我國其他省份也接連出臺多條政令法規，截至2020年底，全國絕大部分化工企業入園。

投資建議。集合園區內，單家企業環保事故或將導致事故園區其他企業全部停產整頓，為避免集合園區的負面影響，有獨立園區的化工龍頭將長期受益，典型代表包括萬華化學、魯西化工、華魯恒升；其他大型化工龍頭大都在化工園區內，有一定優勢，長期看好化工龍頭公司的表現。

風險提示：宏觀經濟大幅下行風險、化工產品價格大幅波動。

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。