

2018年6月1日

銷售部 - 投資策略

宏觀

PMI 小幅反彈，製造業景氣回升

①製造業PMI反彈。

5月全國製造業PMI為51.9%，創去年10月以來新高，也是12年以來的同期新高，指向製造業景氣短期回升。供需協同發力、價格明顯上升、傳統行業景氣回升是PMI反彈的主要原因。主要分項指標中，需求、價格、生產均顯著回升，庫存狀況有所改善。分規模看，大、中型企業PMI回升，小型企業回落至線下。

②需求回暖，生產改善。

5月新訂單指數回升至53.8%，新出口訂單指數回升至51.2%，均處11年以來同期新高，指向內外需求同步回暖。生產指數回升至54.1%，處12年以來同期新高，印證5月發電耗煤增速大幅回升至18.4%，以及各主要行業開工率持續上行，指向生產繼續改善。

③價格再度反彈，庫存繼續去化。

受市場需求回升和國際大宗價格上漲帶動，5月購進價格指數升至56.7%，出廠價格指數升至53.2%，均創下年內新高，預測5月PPI環漲0.4%。原材料庫存指數微升至49.6%，產成品庫存顯著下滑至46.1%，供需兩側協同發力，帶動產成品庫存去化，庫存狀況改善。

④回升尚待觀察，關注需求變化。

5月製造業PMI回升，而此前中觀高頻數據也指向工業生產仍旺。但值得關注的是，去年10月以來地產銷售持續低迷，5月41城地產銷量降幅與4月相當，而乘聯會乘用車批發、零售增速均較4月回落。兩大終端需求遇冷，將逐漸向中上遊行業傳導，令未來生產改善蒙上陰影。

固定收益

堅守中高等級

投資策略：堅守中高等級。上周信用債收益率跟隨利率債下行，AAA級企業債收益率平均下行6BP，AA級企業債、城投債收益率基本持平。下一步表現如何？建議關注以下幾點：

1) 融資趨緊致股債聯動性增強。東方園林因債市融資壓力增大而股價大跌，而近期盾安控股集團有限公司、上海華信國際集團有限公司等上市公司股價也因債券風險事件而大跌，股債聯動性增強的背後，是在融資環境趨緊的大背景下，流動性壓力已成為評判公司未來經營的重要因素，尤其是對於再融資壓力較大的民企而言。而對於上市公司，股債聯動性增強意味著股債投資者的行動一致性上升，反過來又會進一步加大其流動性壓力。

2) 滬華信債券違約。上海華信國際集團有限公司是主營能源貿易的民企，目前存續債券高達276億。5月21日公告17滬華信SCP002到期不能兌付本息，構成實質性違約。主因近年來依靠舉債快速擴張，且債務結構中短期債券占比較高，17年底以來負面新聞不斷，疊加融資環境趨緊，再融資壓力大增。

3) 堅守中高等級。今年以來信用債市場呈現冰火兩重天，高等級信用債一級市場需求較好，淨發行量較去年同期大幅上升，二級收益率跟隨利率債大幅下行，而低等級信用債淨發行量仍未轉正，很多主體因需求不足而取消發行，信用利差逆勢上行。我們多次強調，今年信用債將因資管新規落地後風險偏好下降、再融資壓力致信用風險上升而產生分化，未來這兩大因素仍將持續發酵，仍應堅守中高等級不動搖。

行業研究

紡織與服裝：品牌服飾全面復蘇，存貨減值壓力漸進充分釋放

品牌服飾存貨運營指標持續向好。通過我們對2013Q1-2018Q1品牌服飾主要板塊存貨運營相關數據的統計和分析，我們認為經過2016、2017年行業調整，品牌服飾前期庫存壓力已基本得到釋放，主要原因為1) 2017年存貨跌價損失增速跌至統計期內最低值11.54%，並自2015H1存貨跌價損失增速持續高於淨利增速後首次低於淨利增速(12.61%)。2) 2017年在存貨額同比增速基本維持的情況下，存貨跌價損失占淨利潤比值見頂回落，由2016年的14.91%下降至14.77%。3) 存貨占成本比值自2016年末同比持續下降，2017年末存貨占成本比值55.09%，同比下降6.19pct，庫存消化良好。4) 2017年存貨周轉率1.9次，達到統計期內年度最高值，同比增長10.5%，18Q1存貨周轉率維持上升趨勢，同比增加9.5%至2.16次。

細分板塊先後顯現存貨減值趨充分。女裝板塊率先顯現庫存壓力釋放信號，其存貨跌價損失占淨利比值於2016年末同比下降5.1pct至10.6%後持續維持這一趨勢，男裝和鞋帽板塊於2017H1年末實現占比同期同比下降。休閒服飾由於銷售規模相對最大(14年收入260億元，存貨同比增速345%)，前期庫存壓力相對最大，其2017年跌價損失占淨利比重同比仍上升1.7pct，但增幅處於自2015H1行業調整後最低，童裝和電商存貨跌價損失占總板塊跌價損失比重較低，2017年童裝跌價損失占淨利比值同比上升1.2pct至2.1%主要是由於公司在佈局全渠道過程中處於調整階段，電商品類存貨跌價損失占淨利比值自2017H1同比持續下降。以上數據也印證了我們認為此次品牌服飾復蘇主要是從前期的高端女、男裝擴散，行業復蘇情緒於2017年末向大眾服飾蔓延的觀點。

品牌服飾存貨跌價計提比例趨松。2017年總體板塊存貨跌價準備計提比例10.07%，同比下降0.06pct，其中庫存商品跌價準備計提比例同比下降0.37pct至10.45%，計提比例趨於寬鬆顯示前期庫存壓力得到充分釋放，女裝板塊17年存貨跌價計提比例降至統計期內最低值17.76%，男裝板塊17年末計提比

例見頂回落，同比維持於26.83%，休閒服飾跌價計提同比上升1.02pct，計提政策仍然收緊，但存貨減值趨充分信號已顯。鞋帽板塊個股表現有所分化，總體跌價準備計提比例同比上升1pct至6.38%。18Q1存貨運營指標持續轉好，休閒服飾有望助力。我們認為品牌服飾2018年庫存壓力將基本充分釋放，存貨減值風險明顯降低，主要理由為1) 18Q1延續17年末良好趨勢，各項存貨營運指標進一步向好，同時零售終端持續復蘇，帶動品牌服飾銷售規模持續擴大。2) 占總體存貨跌價損失比重最大的休閒服飾板塊經過公司渠道調整到位，其18年存貨跌價損失占淨利比值有望呈下降趨勢，並帶動整體板塊比值降幅增大。

風險提示。零售環境疲弱；行業競爭加劇；原材料價格波動；匯率波動等。

食品：關注高端白酒、啤酒、乳製品行業

高端白酒雖然短期增速高點已過，不過18-20年收入和淨利潤複合增速有望保持15-30%和20-40%。乳製品行業需求復蘇、集中度提升的趨勢仍將持續。啤酒行業正在經歷歷史性大拐點，龍頭公司過去兩年經歷了集體升級產品、集體去產能、集體提價三大重要變化，預計均價上升、費率下降、折舊減少將持續大幅推升行業盈利。高端白酒推薦貴州茅臺、瀘州老窖、五糧液、洋河股份；啤酒推薦青島啤酒、重慶啤酒、關注華潤啤酒、燕京啤酒；其他板塊建議關注伊利股份、雙匯發展、伊力特。

風險提示：經濟增速大幅下滑；食品安全問題。

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。