

## 策略

## 這次牛市中中期調整類似05年上半年

核心結論：①6月初意大利結束組閣僵局、政局趨穩，全球市場6月以來大部分上漲，港股小幅上漲2.08%，資訊科技業、地產建築業漲幅較高。②2月初以來港股震盪行情已超過90個交易日。對比歷史，目前情況與牛市拐點估值處於歷史高位、盈利數據變差的特點存在明顯差別，本輪震盪更可能是牛市中中期調整。③本次牛市中中期調整類似05年上半年，港股目前盈利強估值低，牛市格局不變，科技、地產等盈利估值匹配度較好。

此次調整期是牛市拐點的可能性較低。除2015年牛市拐點，其他3次短期震盪行情開始時PE均處於高位，1997.08、2000.01、2007.10恒生指數PE（TTM，整體法，倍）為19.2、27.9、24.3，分別處於自1990年市盈率從低到高的57%、100%、82%分位，而2015年牛市拐點出現的主要原因是A股的大幅調整波及港股市場。2018年2月至今的調整期港股始終處於港股盈利持續向好背景下，同時估值仍處於較低位置，2018年2月港股PE（TTM，整體法，倍）為17.6（自90年從低到高49%分位）。目前市場背景與歷史上牛市拐點盈利增長低、估值處於高位的情況區別較大，對比歷史此次調整期是牛市拐點的可能性較低，但仍須警惕中美貿易摩擦升級的進一步影響。

本次調整與05年初相似，低估值高盈利驅動港股長期慢牛行情繼續。整體上看，本次調整期和2005.01-2005.07牛市調整期相似，兩次調整期均為市場走牛2年左右的首次震盪調整，同時處於美聯儲加息週期，估值水平接近，美元指數、10年期美國國債利率上行。2005年上半年出現震盪行情的主因在於，美國正處於2004年加息週期以來的第9次加息，市場對美國利率上升、美元指數上漲對港股影響存在分歧。之後公佈2005年中報全部港股歸母淨利潤同比增速達31%，業績表現靚麗，

2005年7月13日起恒生指數開始持續9天收漲，結束7個月（136個交易日）的震盪行情。本次震盪行情起因同樣是源于美聯儲加息預期升溫，市場對美國利率上漲存在擔憂，以及中美貿易摩擦、意大利政局動盪短期擾動因素影響。截至6月12日，恒生指數PE（TTM，下同）為13.12倍（07年以來27%分位），港股仍是價值窪地，其低估值核心優勢依舊。同時港股17年年報淨利潤29.82%，ROE為10.36%，2018年406家已披露公司一季報淨利潤增速23.11%。中美貿易摩擦和意大利政局動盪因素仍需市場進一步消化，6月港股更有可能維持之前的震盪。中期來看，低估值和強勁盈利核心驅動力不變，長期看好港股慢牛行情。調整期後續港股較大可能將繼續上漲。

6月以來港股小幅上漲，資訊科技業、地產建築業漲幅較高。截至6月12日，6月以來港股上漲2.08%。6月以來全球主要市場大部分上漲，道瓊斯工業指數上漲3.71%、納斯達克指數上漲3.52%、日經225上漲3.05%、標普500上漲3.02%、韓國綜合指數上漲1.89%、德國DAX上漲1.88%、法國CAC40上漲1.02%、富時100上漲0.33%、上證綜指下跌0.51%，港股漲幅居中。港股行業方面，6月以來港股行

業大部分上漲，恆生資訊科技業、地產建築業漲幅靠前，截至6月12日分別上漲4.69%、3.56%，下跌的行業有恆生消費品製造業、公用事業，跌幅分別為0.10%、0.89%。

風險提示：全球經濟形勢惡化。

## 宏觀

### 中國消費升級的三大主線——經濟結構系列之二

十九大報告指出，新時代我國社會主要矛盾是人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分的發展之間的矛盾。從物質文化到美好生活，這其實就是消費升級。我們認為：收入改善、人口老齡化和技術進步是驅動當前中國居民消費升級的主要因素，也決定了消費升級的三大主線。

#### 主線一：從傳統消費到新興消費

目前我國居民消費結構中，傳統消費仍占主導，比重接近80%。而歐美日韓僅在60%-70%。作為我們的追趕者，印度傳統消費比重則高於我國。但90年代以來，我國傳統消費比重已趨勢性下行，這與美國的歷史經驗一致，過去幾年的印度也是如此，表明從傳統消費到新興消費是大勢所趨。一方面，收入上升令食品等傳統消費品需求增長放緩。另一方面，人口老齡化令耐用品需求見頂回落。

#### 主線二：從數量消費到質量消費

收入上升為提升生活質量提供了物質基礎，人口老齡化令提升生活質量更為迫切，而技術進步則降低了提升生活質量的成本，使得這一過程加速實現。食品消費以膳食均衡為方向：肉類消費中，牛羊肉占比上升，豬肉下降；飲料消費中，果汁占比上升，碳酸飲料下降。方便面需求量在14年見頂下滑。耐用品消費以舒適度、智能化為方向：SUV占乘用車銷量比從08年的10%以下飆升至40%以上；家電中智能網絡電視、Dyson吹風機銷量均大幅增長。

#### 主線三：從物質消費到服務消費

收入上升同樣使得居民消費從實物商品向服務擴張，令服務性消費增勢強勁。加之新技術、新業態的湧現，人們更願意為“省時、省事、省力”支付溢價。

服務消費高增長以醫療教育、信息服務和文化娛樂為代表。人口的老齡化帶來了對醫療服務需求的上升，優生優育、放開二胎則促進了教育服務市場的繁榮。技術進步帶來信息服務業的飛速發展，不僅增速在服務業中領跑，“互聯網+”，也帶動了其它服務消費行業的高增長。收入的上升令人們更注重精神需求，加上技術進步的帶動，文體娛樂和休閒消費的增長同樣強勁。

而服務業內部則朝著節約時間、提升體驗兩大方向升級。零售領域網購占比持續走高並帶動快遞業繁榮，出行領域鐵路、民航客運量占比顯著上升，都是“節約時間”推動的消費升級。而旅遊消費

中出境遊比重上升，以及家政業過去幾年20%以上的年均增速，則是“提升體驗”驅動消費升級的典型代表。

## 固定收益

### 債牛格局不變——18 年利率債中期策略報告

利率拐點已現，債牛行情開啟。18年初，海外債市大幅調整，美歐國債收益率上行明顯。當時市場的情緒較為悲觀，而我們卻堅定看好18年債券市場：一是金融去杠杆接近尾聲，貨幣政策將從偏緊轉向中性，帶來流動性邊際寬鬆；二是經濟去杠杆開啟，融資增速下滑會帶來利率的長期下降。而債市的實際走勢也證實了我們的判斷，一季度債牛行情也拉開序幕。

降准後先大漲後震盪整理。由於年初市場悲觀情緒較濃，因此雖然一季度債市上漲明顯，但機構大多錯過了這一輪的行情。而4月份央行降准開啟，市場悲觀預期被徹底扭轉，利率短期出現大幅下行。但加杠杆搶跑導致資金面收緊，利率隨後出現反彈，之後信用風險升溫，債市進入震盪整理階段。

從政府工作報告來看，18年經濟增速的目標與17年持平，並且政府更加注重經濟質量和結構。目前來看，一季度至今生產較為旺盛，但需求整體出現下滑。更為重要的是，目前經濟的兩大領先指標（地產銷量增速和社融增速）均出現明顯下滑，由於社融增速和地產銷量增速通常領先經濟走勢1到2個季度，這預示著18年下半年經濟大概率進入下行通道。

貨幣政策中性，邊際改善明顯。隨著金融去杠杆接近尾聲，18年貨幣政策基調也有所變化，從17年的實質偏緊回歸到中性，流動性邊際上有明顯的改善。此外，央行4月重啟降准，用來替代公開市場操作。但降准資金主要是對沖季初繳稅的影響，並非是央行大幅放水，目前貨幣政策依然是維持中性穩健。

資管新規落地，監管不再收緊。資管新規從打破剛兌、規範非標、抑制通道、控制杠杆和消除套利等方面對資管業務進行約束。未來理財、通道業務將繼續收縮。貸款和標準化證券資產的需求增加，非標資產投資減少。監管的陸續落地結合一季度貨幣政策執行報告肯定金融去杠杆的階段性成效，意味著金融監管不再大幅收緊，各類文件一一落地也有利於緩解市場情緒。

融資需求收縮。融資需求的被動收縮主要體現在各類監管使得非標融資和低等級債券融資萎縮，主因金融監管約束、規範地方舉債、以及銀行資本壓力約束非標回表。而融資需求的主動收縮體現在按揭利率的上升、地產銷售的下滑影響居民房貸和地產商融資需求，18年融資回落將是大勢所趨。資金供需改善。M2增速可看做金融體系的資金供給，17年M2增速下滑，18年3-4月份趨穩，表明金融去杠杆進入中後期。央行降准置換MLF、擴大MLF抵押品範圍，資金供給趨穩，再加上融資需求向下，資金供需改善。

我們對18年下半年的債市堅定看好，原因有以下四點：1) 流動性邊際改善。今年貨幣政策相比17年的實際偏緊邊際上有明顯改善，再加上金融監管延續但邊際改善，流動性年內易松難緊。2) 融資回落大勢所趨。今年的政策主線是經濟去杠杆，大環境是“寬貨幣、緊信用”，18年融資增速的下降是大勢所趨。3) 名義GDP增速下滑。目前兩大領先指標（社融增速和地產銷量增速）大幅下滑，預計經濟增速逐季回落。4) 中美利率趨於脫鉤。政府會採取擴大進口而非減少出口的方式應對中美貿易戰，匯率保持彈性，中美利率長期趨於脫鉤，美國加息不影響中國國債利率下降。

風險提示：基本面變化、政策變化、債市調整。

## 行業主題

### 房地產：破除恐慌，一文看懂房企發債與償債

地產企業近期債券審批情況。2018年年初至6月8日，地產企業公司債通過發審會共24家，總計規模達到1125億元。年初至6月8日中止21次，其中碧桂園、花樣年、美的置業、廣東珠江中止兩次，中止金額1510億元。中止不代表終止，履發行人行相應的恢復程序，發行人就能繼續進行申報的後續流程。

發債總量相比同期未減反增。自2016年10月，上海證券交易所和深圳證券交易所對房地產公司債券實行分類監管以來，房企在交易所市場債券融資受到嚴格控制。但是2018年年初至6月8日，房企共發債188只，總發行量為1798億元，相較2017年上半年數量(100只)、金額(1044億元)實際均有顯著上升。

監管層已經批准的地產債發行情況何如？量增價分化。2018年初至6月8日地產企業通過公司債、中期票據、短期融資券、定向工具、資產支持證券合計發行188只，發行總額約為1765億元，較去年同期增長106.4%，其中公司債比重顯著上升，而中期票據比重顯著下滑。房企發債利率分化，龍頭逆勢下降。招商蛇口從2017年的4.99%下降至年初至今的4.94%，保利地產從2017年的5.40%下降至年初至今的4.82%。

年初至今債券總償還量已超去年全年水平，下半年償付壓力上升但銷售增速可部分對沖。2018年年初至今地產債總償還量已高達1058億元，超過2017年全年償還量(699億元)。我們假設回售行權總量中的40%需要在當期償還，則預計2018-2021年地產債券償還壓力分別達到3720億元、4264億元、4467億元、4971億元，2018H2償付壓力上升。目前行業銷售維持小幅增長，藍籌地產企業銷售維持高速增長，可對沖部分債務壓力。

相比兩輪週期底部(08和14年)，A股藍籌地產企業優勢明顯。我們選取的19家地產企業中，2018Q1剔除預收賬款資產負債率在70%以上80%以內2家，超越紅線70%的企業數量較2008及2014年減少。龍頭類企業萬科A、保利地產、華夏幸福、金地集團等淨負債率大多低於100%，且較2008、2014年出現下行；短期償付能力大於1，抵禦短期風險能力較2008、2014年增強。

投資建議：市場較為擔憂，2H存在預期糾正空間。符合政策範圍內（用途為三大方向，即借新還舊、保障房建設、長租公寓）的地產債正常發行中，成本雖有上行但發行規模暫時未受到影響。地產上市公司不論對週期理解、風險把控和財務狀況上均優於08和14年。按當前銷售速度，3Q末即有企業有望達到去年全年銷售規模。當前房地產板塊18年動態PE為12.27X，A股為17.21X。看好地產五虎組合【萬科A、保利地產、新城控股、藍光發展、陽光城】，18年新增推薦招商蛇口、華夏幸福、光大嘉寶，建議關注中南建設。

風險提示：行業面臨基本面下行風險。

### **農業：魚價高景氣度持續，水產料企業有望實現量利齊升**

長短期因素疊加，2017年以來魚價保持高度景氣。2017年以來，魚蝦等水產品價格呈現出較大幅度的上升態勢。以幾種常見魚類為例，2017年鱧魚、草魚、鯽魚、羅非魚和鱸魚的平均批發價格同比漲幅分別可達9.6%、12.7%、5.6%、6.3%、13.1%，草魚、鯽魚、鱸魚等品種的價格甚至創下近年以來的新高。進入2018年，大宗魚類價格繼續保持高度景氣。我們認為，本輪魚價景氣行情是長短期因素共同作用的結果。長期來看，2014年以來魚價持續低迷，養殖利潤較低，水產養殖產能主動退出；短期來看，2016年華中、華東地區水災與2017年環保禁養政策導致水產養殖產能被動退出。

多因素交織作用，2017年水產料增速略有回升。2017年以來水產料銷量面臨多空兩方面因素。有利方面，魚價景氣時期養殖戶往往選擇加大飼料投喂量，帶動水產飼料銷量提升；不利方面，大量水產養殖產能受環保政策影響被迫退出市場，短期將降低對水產飼料的絕對需求。據飼料工業協會重點跟蹤的180家飼料企業數據顯示，2017年淡水飼料銷量月平均同比增速約為3.5%，海水飼料銷量月平均同比增速約為18.4%（剔除12月異常值）。向後看，2018年網箱繼續拆除或將帶動魚價持續景氣，我們判斷水產料銷量仍將保持回升態勢。

消費升級促進水產飼料產品結構優化。在消費升級的時代背景下，普通魚類品種和中高端品種分化加速。從行業長期變革的角度來看，產業鏈終端魚肉產品消費升級是引導水產養殖產業轉型的根本性驅動因素，進一步推動上游水產飼料結構優化升級。我們認為，隨著水產養殖行業中高端魚類品種產量占比提高，飼喂效果更佳的膨化料需求量也將相應上升。

海大集團有望實現量利齊升。2017年，我們估計海大集團水產料銷量約為255萬噸，同比大幅增長23%左右。2018年，我們判斷魚價繼續保持高度景氣，海大集團憑藉產品力和終端服務優勢，預計水產飼料銷量將達到300萬噸左右。此外，近年來公司水產飼料產品結構持續優化，我們估計公司普通膨化料和高端膨化料合計銷量在水產飼料總銷量中的占比已逾40%；作為公司的核心業務，水產飼料產品結構持續優化是公司盈利能力不斷提升的重要驅動因素。展望2018年，我們認為高端膨化料在水產料總量中的占比將繼續提高，有望繼續帶動公司盈利能力提升。

風險提示。高溫、洪澇等災害天氣，大規模疫情導致魚價下跌。

### **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、董事及僱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。