

## 策略

### 消費降級了嗎？

核心結論：①今年以來二線消費品股價表現優於一線白酒家電，本質是消費品盈利改善由一線向二線擴散，拼多多等快速增長是三四線消費升級的結果。②我國人均GDP超8800美元，進入消費升級加速階段。2017年中國消費（支出法）、服務業（生產法）占GDP比重為53.6%、51.6%，遠低於美國的86%、75%。③消費升級方向是品牌化、服務化。國內自主品牌正在加速崛起，消費龍頭企業估值溢價率仍低於美國。服務消費已經嶄露頭角，多數為中概股公司，靚麗的業績推高股價。

消費真的降級了嗎？①2018年以來調味品、啤酒、食品以及休閒服飾等大眾消費品板塊漲幅領先，而去年漲幅領先的一線白酒、家電家具等白馬龍頭股等漲幅有限。②二線消費品的崛起其實反映了三四線消費持續升級。股市上投資者追捧“消費降級”概念，微信上也在廣泛討論消費降級。很多微信文章用拼多多、名創優品、閑魚的廣泛使用來反映消費降級現象，但實際上這些更多是消費者消費渠道的轉變，並不能說明消費水平在下降。以拼多多為例，拼多多用戶中有65%來自三四線及以下城市，而京東只有50%的用戶來自三四線以下城市。很多看起來是“消費降級”的二線消費品，對於三四線及以下城市的人群來說同樣屬消費升級。目前我國居民城鎮化率為58.5%，三四線城市平均城鎮化率低於44%，城鎮化率仍有很大的提升空間，這也使得我國的消費品市場仍有很大潛力可挖掘。

中國仍在消費升級的路上。①我國人均GDP超8800美元，消費服務業占比仍有巨大提升空間。2017年消費對GDP貢獻率59%，消費支出占GDP的53.6%，但相對美國、日本、韓國消費支出GDP占比分別為86.4%、76%、63%，我國GDP中消費支出占比仍然較低，未來消費服務業提升的空間還很大。②2018年以來，消費行業盈利改善的趨勢開始從一線白酒、家電等向二線消費品擴散，食品、品牌服飾等行業的盈利在2018Q1大幅提升，從2017Q4的12%、-17%上升至2018Q1的24%、20%。2016年以來，一線白酒和高端消費品已經經歷了一輪價格上漲，這為二線消費品銷售的量價齊升奠定了基礎，疊加行業品牌集中度提升和經營效率改善，帶來了二線消費品板塊的整體盈利改善。

新時代消費：品牌化、服務化。①自主品牌加速崛起，消費龍頭估值溢價率略低於美國。隨著我國居民收入和消費水平的不斷上升，我國消費服務業也在不斷升級，自主品牌加速崛起。我國已經在白酒、家電、電商、社交平臺等領域湧現出世界級龍頭企業，其對應市值接近甚至超過海外相應上市公司。從盈利角度來看，消費品行業龍頭企業盈利水平已經明顯高於全行業。對比中美消費業龍頭企業相對行業的估值溢價率，我國消費龍頭估值溢價率略低。②服務消費已經嶄露頭角，大量企業海外上市。我國第三產業GDP占比2017達到51.6%，遠低於2016年美國、日本、韓國的75%、70%、59.2%。2017年美國個人消費支出中服務消費支出占比為68%，而中國城鎮居民消費支出中服務消費

支出占比僅46%，未來仍有很大提升空間。從企業角度，總市值500億以上的國內服務消費型企業中，大量企業在海外上市，如攜程、好未來、新東方、華住集團、阿裡健康、奧博控股等。

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

### 機械工業：從機械化到電動化、智能化，物流倉儲設備走向全面產業升級

我國正處於倉儲物流升級階段，物流裝備從機械化向電動化、智能化進階。倉儲物流是工業和社會物流中重要一環，在行業發展趨於穩定期間，物流效率的提升將成為企業重要的利潤來源。從全球倉儲物流發展歷史和趨勢來看，我國已經從人工的物流運輸方式向機械化轉變，並且逐步開始普及電動化、自動化系統，我們認為其未來將向智能化進一步升級，也將帶動產業鏈中的叉車設備、自動化倉庫向更系統、更智能的方向跨越發展。

製造業復蘇、物流業穩步發展，疊加人口紅利消退，物流裝備景氣度超預期。自2016年我國經濟進入復蘇期後，下游製造業盈利的復蘇、物流業的穩步發展，疊加人口紅利進一步消退帶來對機械化、自動化提升生產效率的要求，物流裝備景氣度高企，並且在2018年仍然超預期：1) 叉車銷量保持快速增長，17年銷量同比增加34.2%，銷量保持世界第一位。並且18年1-4月銷量在去年較高的基數上同比增長21.4%，進一步超預期；2) 物流自動化市場也保持快速增長，16年市場規模約達758億元，年均保持20%以上的快速增長。

中長期看，政策支持、人工替代、下游景氣行業擴張三大因素推動物流裝備發展。2017年我國物流費用占GDP比率為14.6%，明顯高於美國日本德國等發達國家水平，而其中保管和管理費用有望通過推動物流升級優化。近年來我國密集出臺政策推動倉儲物流業的升級，推動提升效率降低成本。從人工成本看，我國製造業員工工資逐年提升且製造業企業就業人數不斷下降，也將倒逼自動化的更廣泛應用。從下游景氣度來看，新能源、食品飲料、電商快遞等景氣擴張行業的快速發展將為倉儲物流自動化帶來新的增長點。

電動化和智能化是物流倉儲的大方向。我們認為，電動倉儲叉車和智能物流系統將成為物流倉儲的大趨勢。近年來我國電動叉車發展迅猛，根據中國工程機械工業協會統計，我國電動平衡重和電動步行式叉車2017年銷量增速分別達32.4%和50.9%，遠高於內燃叉車28.2%的銷量增速。而根據中國叉車網數據，歐洲美洲電動叉車占比分別超80%和60%，2017年我國電動叉車占比約41%，我們認為我國電動叉車未來仍有廣闊的發展空間。近年來國家政策不斷加碼工業互聯網，推動倉儲與信息、網絡相連，持續促進智能化倉儲的發展。

重點推薦前瞻性佈局的物流裝備龍頭企業：我們認為在下游資本開支和設備更新升級加速的背景下，物流設備景氣度不斷超預期，同時若原材料價格趨於穩定、匯率進入貶值區間有利於提升利潤率，則板塊經營環境向好趨勢確認。中長期看，政策、人口紅利和下游擴產三大因素推動物流裝備行業可持續發展，我們認為電動化、智能化裝備將成為未來行業發展趨勢，前瞻性佈局產業鏈的龍頭企

業值得重點推薦。產業鏈估值較低，區間在14-20x動態PE，重點推薦：諾力股份（物流裝備綜合平臺：手動搬運車+電動叉車+智能物流系統）、安徽合力（叉車第一品牌，佈局電動叉車、AGV）。

風險提示：行業發展不及預期，物流自動化項目推進緩慢，原材料價格快速大幅波動

### **建材：建材公司質押、增持、回購情況統計及經營能力分析**

在今年去杠杆的宏觀環境下，股權質押風險和公司內生造血能力越發受到關注。我們統計了：（1）主要建材公司大股東/重要股東質押情況；（2）市場回調期間建材公司股東增持、公司回購情況；（3）建材公司在手資金、內生造血能力、資本結構等方面的分化。

1、從質押率和現價相對平倉線兩個指標看，嘉寓股份、金晶科技、兔寶寶和恒通科技存在一定的質押風險。

2、自2018年1月28日大盤下跌以來，公告擬增持的有11家，實質進行增持操作的18家，進行股票回購的有兩家。

3、從在手資金、內生造血能力、資本結構等方面進行對比分析：在手貨幣資金充裕、內生造血能力強的多為強週期品種。除此之外玻纖方面中國巨石、裝飾建材方面偉星新材和北新建材的資金充裕程度、內生造血能力也較強；從帶息債務角度看：偉星新材無有息負債、財務極其穩健，北新建材該指標也不高，水泥龍頭塔牌集團、海螺水泥有息債務水平極低。

4、投資策略上，優選有產業邏輯的子板塊，優先關注有現金流優勢的個股：中國巨石，海螺水泥、華新水泥、偉星新材、北新建材。

風險提示：需求大幅下滑，原材料價格大幅上漲。

### **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。