

2018年7月27日

財富管理-投資策略

宏觀

實體經濟觀察——供需好壞參半

需求：下游地產改善、乘用車仍弱，家電走強，文娛走弱。中游鋼鐵尚可，水泥偏弱，化工走強。上游煤炭、有色、交運均走弱。

價格：6月70城房價漲幅回升，上周國內生資價格漲跌互現，國際油價回落。

庫存：下游地產、乘用車回補，中游鋼鐵回補、水泥去化、化工走平，上游煤炭、有色分化。
下游行業：

地產：7月上中旬41城地產銷量降幅收窄，土地成交漸遇冷。乘用車：7月前三周乘用車批、零增速雙雙下滑，開工率略降。家電：6月三大白電產量增速全面下滑，出口增速漲多跌少。文體娛樂：上周電影票房人次同比增速再降，需求繼續轉弱。

中游行業：

鋼鐵：上周鋼價、毛利回升，開工率略上行，社會庫存回補。水泥：上周全國水泥均價環比跌幅擴大，庫容比繼續回落。化工：上周PTA產業鏈價格升，負荷率漲多跌少，庫存走平。電力：6月工業用電量增速回落，7月上中旬發電耗煤增速回落。

上游行業：

煤炭：上周煤價有平有降，電廠庫存去化、鋼廠庫存回補。有色：上周LME銅、鋁價格均降，銅庫存降、鋁庫存升。大宗商品：上周原油價格回落，CRB指數下行，美元指數續升。交通運輸：6月貨運量增速回落，上周BDI和CCFI指數均升。

固定收益

地方政府隱性債務規模有多大？

地方政府隱性債務規模測算。1. 其他機構或學者的測算。我們根據BIS數據估計的我國2017年底隱性債務的規模約為8.9萬億元，而IMF估計的我國2016年底的隱性債務規模約為19.1萬億元。另外，國內學者常用的測算是通過地方融資平臺的債務去估算地方政府隱性債務的餘額，估算的結果

一般在30至50萬億元之間。2. 從投資端的角度測算。以棚改為例，因棚改形成的隱性債務規模可能在4.5萬億上下，其中存量棚改貸款約3.6萬億，與棚改相關的債券融資餘額截至18年6月底的存量約0.57萬億，其他形式的債務規模可能也在0.5萬億左右。3. 從融資端的角度測算。我國2017年底的地方政府隱性債務餘額約為33萬億元，其中通過銀行貸款、發行債券和非標融資流入地方融資平臺的資金分別約為17萬億元、7萬億元和7萬億元。4. 從融資主體的角度測算。我們將有公開信息披露的融資平臺（主要是發行了wind口徑城投債的融資平臺）的有息債務進行累加，得到2017年底各平臺合計有息債務約為32.3萬億元，扣除掉部分已納入財政預算的債務，2017年底隱性債務規模約為30.6萬億元。

隱性債務分析。1. 相對於顯性債務，隱性債務增長迅速。從財政部官網披露的地方政府債務餘額來看，自2014年以來，地方政府顯性債務的增長速度相對較慢，年均增速僅為2.4%，年均增量也只有大概0.4萬億元。而我們估算的隱性債務年均增量約為8萬億元，年均增速超過了77%，增速遠高於顯性債務。2. 納入地方政府隱性債務後，政府負債率相對較高。財政部部長肖捷此前披露的2017年底政府負債率為36.2%，而根據我們的測算，納入地方政府隱性債務後，2017年底的政府負債率高達72.3%，高於國際警戒線。此外，我們可以根據2013年全國政府性債務審計結果公告，估計隱性債務中由財政資金償還的比率為19.13%，這樣折算的2017年底地方政府債務餘額約為5.9萬億元，即政府債務總額約為35.9萬億元，政府負債率約為43.3%，低於國際警戒線。但總體來看，考慮地方政府隱性債務後，政府負債率有了明顯的提升。

行業主題

房地產：淺灘臥龍終得水，倒海翻江立乾坤—物業行業深度之行業篇

行業空間廣闊，萬億規模可期。我們假設2022年物業行業總管理面積為245.2億平米，假設2022年末物業服務管理面積中住宅比重為74%，辦公比重為6.5%，商業比重為10.5%，其他比重為9%。考慮到儘管物業費定價已放開，實際漲價仍有壁壘，2017年各物業類型物業費價格上調微乎其微，假設2017-2022年物業費不漲價。照此計算，我們預計截至2022年末物業行業總規模可達到10000億元。行業規模持續擴大，集中度逐步提升。近年來，物業管理行業管理面積、企業數量、從業管理人員均呈現穩定增長。2013-2017年，百強企業管理規模呈現加速擴張態勢，管理面積年均複合增速超過20%，TOP10 企業近五年市場份額累計增長6.21%。

商業模式升級，社區O2O打開盈利增長極。物業管理企業的盈利模式主要有兩類：1) 通過提供傳統的物業管理服務向業主收取物業管理費。基礎物業服務仍是物管百強企業收入和利潤的主要來源；2) 通過提供增值服務收取費用，包括業主增值服務（空間運營收入、房屋經紀、電商服務、社區金融、家政服務及養老服務等）和非業主增值服務（顧問諮詢服務、案場服務、工程服務等）。增值服務成為物業服務企業的重要盈利增長點。

北美FSV多年穩增長，提供成功經驗。FSV旗下有兩大平臺：1) FirstService Residential（住宅管理平臺），北美最大社區管理者；2) FirstService Brands（品牌平臺），通過八家獨立品牌的特許經營系統和公司自營業務提供服務。公司多年來通過不斷擴大覆蓋面、收購優質品牌商豐富優

化配套服務、重視口碑營銷、提升客戶保留率等增長策略去實現穩增長，近五年營收複合增速13.2%，調整後EBITDA複合增速19.7%。通過FSV的穩增長路徑，我們發現規模對於物業服務企業來說非常重要，規模可以帶來品牌優勢、成本優勢等，有助公司擴大客戶基數，業務範疇。

投資建議：給予房地產行業旗下物業服務行業子版塊“優於大市”評級。物業服務行業處於行業擴張期，管理面積的快速增長以及佈局社區O2O使得行業盈利能力具備較大提升空間。我們選取了AH上市物業服務公司與海外可比公司FSV進行估值對比。考慮到中國的物業服務行業相比海外成熟市場仍處於高速增長期，我們認為當前物業服務行業估值水平理應對應FSV的高估值階段，給予房地產行業旗下物業服務行業子版塊“優於大市”評級。

風險提示：人工成本上升風險；規模過快擴張風險；增值業務拓展不及預期風險。

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。