

2018年8月24日

財富管理-投資策略

宏觀

流動性陷阱，現金流為王

過去的20年，我國經濟不可謂不好，經濟體量從10萬億到現在接近100萬億，翻了差不多十倍。但是上證指數變化不大，我們要思考到底為什麼會出現這種現象：經濟好但市場卻沒有表現。

一個重要原因在於貨幣超發，貨幣增速平均每年接近20%，而GDP的實際增速每年只有10%左右，相當於貨幣每年貶值10%，貨幣超發補貼投機從而侵蝕勞動所得。而目前貨幣增速顯著下滑，M2增速只有8.5%，影子銀行也在萎縮。貨幣增速降低會產生兩個壓力：一是經濟增長承壓，由於社融增速的大幅下行，下半年的經濟增速仍存在較大的下行風險；二是債務違約風險，目前銀行資產總增速僅為7.4%，還不到7.6%的全社會平均融資成本，意味著今年有很多企業不僅是還不起債務本金，連利息都還不起。

過去的貨幣放水催生了地產泡沫。如果未來貨幣增速持續回落，那麼中國的資產配置也將發生巨大的變化。依賴於貨幣超發的房地產等資產將失去配置價值。理由很簡單，因為房子本身基本不創造價值，再考慮房產稅、折舊、利息成本，以後持有房地產可能是虧錢的，而相比之下國債有3-4%的收益，公用事業和消費類股票擁有3-5%左右股息，創新類股擁有10%-20%的利潤增速，這些資產應該都比買房更好，而這些資產的共性就是能創造出穩定的現金流，也就是“流動性陷阱，現金流為王”！

行業研究

石油化工：丙烯：供需格局改善，PDH 趨勢凸顯

丙烯是重要的化工原料。丙烯是最重要的石油化工產品之一，不僅擁有多元化的生產工藝，也具有豐富的下游產業鏈條，近年來，伴隨著下游產品聚丙烯、環氧丙烷、丙烯腈、丙烯酸及酯等產品的發展，丙烯作為這些大宗化學商品的主要原料，也得到了快速的發展。

全球丙烯供需格局穩中向好。根據Bloomberg數據進行分析，截至2017年底，全球丙烯產能為11562萬噸/年，同比提高5%；丙烯產量為10438萬噸，同比提高5%，開工率達到90%。2017年全球共消費丙烯10365萬噸，同比提高5%；中國是丙烯消費量最高的地區，占比30%；聚丙烯是最主要的下游產品，占比66%。北美是全球最主要的丙烯出口地，2017年北美淨出口1443萬噸丙烯；中國是世界上最大的丙烯進口國，2017年丙烯淨進口量為281萬噸。

我國丙烯供給。我國丙烯產能連續九年穩步增長，丙烯產量隨之增加。卓創資訊數據顯示，截至2017年底，我國丙烯總產能3422萬噸/年，同比增加5%；產量2839萬噸，同比增加12%；開工率達到83%，同比提高5個百分點。

我國丙烯需求。根據卓創資訊數據進行分析，自2010年以來，我國丙烯的需求呈現加速態勢，表觀消費量快速增長，2010-2017年我國丙烯表觀消費量由1615萬噸增長至3149萬噸，增長了近一倍；2017年丙烯消費量同比提高11.5%。我國丙烯進口量居高位，但進口依存度自2013年以來逐年降低，2017年丙烯當量進口依存度為19%。

丙烯供給區域特徵明顯，市場集中度較低。根據卓創資訊數據進行分析，我國目前共有164家企業生產丙烯，年產能共計達到3765萬噸。丙烯產能主要分佈在東部地區，代表性的省份為山東、浙江、江蘇，三地產能均超過300萬噸/年，丙烯產能排名前五的地區貢獻了全國52.5%的丙烯產能；國內丙烯市場集中度較低，前8家企業貢獻了全國18.2%的丙烯產能，屬分散競爭型市場。

原料輕質化大勢所趨，丙烷脫氫PDH優勢明顯。原料輕質化背景下，乙烷原料占比上升影響丙烯產量，PDH成重要解決途徑。丙烷脫氫裝置流程簡單、單位烯烴投資額低、產品相對單一、丙烯產量大、副產品附加值高，因此成本也較低。根據卓創資訊數據進行分析，目前國內有18家企業具有丙烷脫氫PDH生產丙烯的能力，產能共計858.5萬噸，占目前我國丙烯總產能22.8%；至2020年，我國擬投產的PDH裝置的丙烯產能在600萬噸/年以上。

受下游產品拉動，丙烯需求保持旺盛。根據卓創資訊數據分析，我國丙烯最重要的用途依然是生產聚丙烯，其次為生產環氧丙烷、丙烯腈和丙烯酸等。其中聚丙烯消費占比70%左右；2017年我國聚丙烯消費量2267萬噸，同比增長10.8%。

重點公司。隨著行業供需逐步改善，2018年丙烯產業鏈景氣度延續。同時，隨著國內PDH項目的快速推進。我們建議關注（1）已形成“丙烷-丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯”全產業鏈，公司業績彈性大幅增加的衛星石化；（2）上下游一體化的化工行業龍頭萬華化學；（3）受益於環氧丙烷價格上漲的濱化股份。（4）受益於丙烷脫氫發展的海越能源。

風險提示：油價大幅波動；產品價格大幅波動；下游需求不及預期。

建築工程：海外專題之一：海外需求總量和頂尖公司經驗及啟示

海外經驗對我國建築企業的啟示。1) 較高的儲蓄率以及依然有不小空間的城鎮化率，長期來看國內投資需求進入平臺期後，更多有望呈現週期需求波動，對長期需求預期不能過於悲觀。我們認為，當前經濟轉型期，國內投資需求不太可能出現斷崖式下滑的現象，目前我國建築企業業績情況也應該不會出現硬著陸。隨著政策寬鬆落地，短期需求預期向好，更為建築企業轉型升級提供充足時間。因此我們認為就3年期長度看，營業收入依然有望保持相對較快增長。2) 業務多元化佈局、海外拓展是應對國內需求的主要方向。我國建築企業正在圍繞主業展開相關多元業務，建築央企最為典型，就工程承包業務來說，大多從相對專業的公司走向綜合類工程承包商；PPP和BOT業務模式推動下，各公司的運營業務占比也在提升。國際化角度看，目前我國大建築央企的海外收入整體占比不高，

占比最高的中國化學2017年海外收入占總收入的比例也沒到30%，我們認為隨著“一帶一路”戰略的不斷深入推進，我國建築企業的海外業務占比仍有較高提升空間。3) 拓展高附加值的運營業務，我們認為，隨著PPP/BOT項目占比增加，我國建築企業利潤率提升值得期待。與國外企業不同，我國大型建築公司為國有企業，更有實力和能力去從事具有高利潤率的投資運營項目，盈利能力的提升空間要遠比國外企業的內部改革來得大；營業利潤率的不斷上行將是大概率事件。因此長期看，我們認為，通過多元化和國際化對沖國內需求波動；通過業務結構優化提升利潤率水平、改善現金流情況，優勢建築企業的基本面和估值都沒必要長期悲觀。我們看好整個建築行業的未來發展前景。風險提示。經驗可參照性不佳、政策波動風險。

石油天然氣：油價、天然氣與民營煉化

油價：我們預計2018年布倫特原油均價65-75美元/桶。伊朗出口可能下降、沙特對油價的訴求以及原油庫存降至5年均值以下將是支撐油價震盪上行的主要因素。

天然氣：我們預計未來幾年國內天然氣年均需求增速15%左右。隨著天然氣行業改革（改革方向將是：管住中間、放開兩端）的推進，下游需求將持續快速增長。而隨著冬季取暖旺季的到來，國內天然氣價格仍有上漲可能。

民營煉化：民營煉化板塊現有主業（PTA-滌綸）繼續維持高景氣，提供了估值與業績；煉化一體化項目將於今年10月起陸續建成投產，為未來提供了業績成長空間。

投資建議：關注中國石化（分紅高、估值低）；民營煉化（桐昆股份、恒逸石化、恒力股份、榮盛石化）；新奧股份（聚焦天然氣）；衛星石化（乙烷制乙烯項目推進中）。

風險提示：原油、天然氣及石化產品價格回落、價差收窄；在建項目進度低於預期；石化行業改革進度緩慢。

金融：非銀：基本面底部向上，龍頭強者恒強

保險：保費趨勢改善，長期堅定看好。保險公司的利潤與EV均已進入了確定性較強的中長期增長階段，“利差改善+價值轉型+集中度提升”的邏輯不變。價值轉型可同時提升內含價值的成長性與穩定性，我們認為保險公司的P/EV估值水平長期看應該提升。

券商：上半年交易量同比持平，傭金率下行趨緩。IPO發行顯著減速。CDR落地、PB業務發展有望增加券商收入。預計隨著未來市場回暖或觸底反彈，券商股估值彈性有望顯現。推薦華泰證券、廣發證券、招商證券。

風險提示：長端利率趨勢性下行，股市大跌，保障型保費增長不達預期。市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

策略

磨底期的等待

中期視角看，市場正在磨第五次大底。從形態看，前4次除08/10以外，其餘三次94/7-96/1、02/1-05/6、12/1-14/6都是以時間換空間的震盪圓弧底。這次從上證綜指2638點以來圓弧築底階段，與歷史上的02/01-05/06、12/01-14/06中期底部階段類似，背景更像02/01-05/06，即宏微觀基本面趨穩、資金面偏緊。A股這輪圓弧底的打磨仍需時間。目前A股換手率低至143%，情緒扭轉至少需兩大信號之一：一是去杠杆拐點，二是改革加速。前者看地方債務問題解決方案，後者跟蹤十九屆四中全會。

配置上，以穩為先。從基本面看消費白馬股盈利仍較優，食品飲料、家電、醫藥業績保持高增長。此外邊際資金決定價格，未來外資仍是最為確定的增量資金，今年以來陸港通北上資金買入最多的行業是食品飲料、醫藥，8月MSCI季度指數評審後，A股納入MSCI新興市場指數和MSCI全球指數比例將上調至5%。從時間看四季度進入消費旺季，消費白馬估值也將迎來切換。著眼未來科技類成長是主要方向，長期看代表經濟結構的轉型方向，短期看新經濟是擴內需和調結構的交集。從改革角度出發，若十九屆四中全會前後推出較大力度的改革措施，將提高經濟潛在增速，銀行作為宏觀經濟縮影，有望迎來修復行情。

風險提示：中美貿易摩擦升級到其他領域。

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。