

2018年9月5日

財富管理-投資策略

策略

期貨策略：金秋利好商品，股指不改磨底

宏觀經濟增長減速。表現在經濟減速，通脹分化，社融回落。7月工業增加值達6%。低位持平。通脹分化，7月CPI環漲0.3%，同比小幅升至2.1%。社會融資繼續回落，7月新增社融1.04萬億，同比少增1200億。美元指數月漲0.62%至95.12，BDI指數月跌8.30%至1641，CRB指數月跌0.76%。

中美新一輪互征關稅計劃生效，國內市場反映平淡。本次雙方決定對160億美元的產品加征25%關稅，這是繼首輪對340億美元產品加征關稅生效後的第二輪制裁舉措。當前國內商品市場的主要博弈焦點集中在環保、通脹預期、新興市場危機以及國內貨幣和財政政策調整等方面。目前貿易摩擦的影響已經逐漸被市場消化，如果事態不進一步惡化，市場預期或將修復。

商品迎來金九銀十旺季。商品在大基建刺激下，迎來旺季。螺紋鋼：短期調整，後市或維持強勢。銅：供應偏松，需求疲弱。鋁：成本支撐，供改預期推動鋁價上行。原油：高位震盪。

股指二次探底，弱勢格局不改。受新興市場貨幣貶值、中美貿易紛爭、國內經濟增長乏力及成交萎靡等因素影響，股指二次探底，延續態勢。三大期指淨空單攀至高位，市場情緒較為悲觀。中報顯示，A股淨利潤累計同比較一季略回升，股盈利趨勢將類似“W”型波動，短期仍處在二次探底區間，但下探幅度不深，盈利韌性更強。其中，鋼鐵、機械、石油石化等週期性行業業績表現突出。目前全部A股PE(TTM)為15倍，估值處於歷史底部區域。我們預計，受內外因素影響，後市A股震盪磨底延續，但下行空間有限。

風險提示：9月聯儲加息，經濟下行、人民幣貶值。

“險”山露水——險資構成及投資特徵

核心結論：①美國養老金/GDP 為158%，中國為11%，美國養老金第一、二、三支柱占比分別為9%、55%與36%，中國為76%、20%、4%。②中國養老金第一支柱共6.8萬億，入市約3000億；第二支柱2萬億，入市約1400億；第三支柱的養老目標基金與稅延養老險剛起步。此外商業保險資金約15萬億，入市約1.5萬億。③保險類資金合計持有自由流通市值占比9.1%，與公募基金相當。相比公募基金和QFII，險資的主板持股占比更高，偏好大市值、低PE、高ROE的公司。

對比美國：我國養老金規模小，保險公司資金占比大。我國保險類資金分為四大類：①基本養老金及社會保障基金合計6.8萬億元。②企業年金與職業年金合計2萬億元。③商業養老保險規模約3000億元。這三大類共同構成了我國的養老金體系，然而從總量上看，我國養老金總資產合計為9萬億人民幣，養老金占GDP 比重偏低，只有11%，美國為158%；從結構上看，我國養老金主要由國

家負責，第一、二、三支柱占比分別為76%、20%、4%，而美國養老主要靠企業與個人，三支柱占比分別為9%、55%與36%。④保險資金運用餘額規模為15 萬億元。

第一支柱：基本養老金+社保基金。社保基金會目前管理的資金分為兩部分：一是全國社會保障基金，二是地方政府委託的基本養老金。全國社保基金17年底規模為1.83萬億元，基本養老金18Q2有3716.5億元已劃入社保基金會並開始運作。從18年中報上市公司前十大股東推測，18Q2全國社保基金至少有2294億投資於股市；以目前到賬的3716.5億資金為基數，假設有20%的資金投資股票，基本養老金估測約有740億資金入市。

第二支柱：企業年金+職業年金。企業年金制度從2004年開始試行，2006年開始市場化運作，截止2018Q1，企業年金基金規模達13260億元，已進入瓶頸期；職業年金制度從2014年才開始運行，目前仍處於初步階段，以全國公職人員4000萬人，人均月工資3000元作為假設估算，每年職業年金繳費規模約為1728億元，14年累計至今基金存量規模約為7000億。以年金養老金產品中股票類占比為7%推算，企業年金18Q1有930億投資於股市，職業年金預計有490億
核心結論：①美國養老金/GDP為158%，中國為11%，美國養老金第一、二、三支柱占比分別為9%、55%與36%，中國為76%、20%、4%。②中國養老金第一支柱共6.8萬億，入市約3000億；第二支柱2萬億，入市約1400億；第三支柱的養老目標基金與稅延養老險剛起步。此外商業保險資金約15萬億，入市約1.5萬億。③保險類資金合計持有自由流通市值占比9.1%，與公募基金相當。相比公募基金和QFII，險資的主板持股占比更高，偏好大市值、低PE、高ROE的公司。

對比美國：我國養老金規模小，保險公司資金占比大。我國保險類資金分為四大類：①基本養老金及社會保障基金合計6.8萬億元。②企業年金與職業年金合計2 萬億元。③商業養老保險規模約3000 億元。這三大類共同構成了我國的養老金體系，然而從總量上看，我國養老金總資產合計為9萬億人民幣，養老金占GDP 比重偏低，只有11%，美國為158%；從結構上看，我國養老金主要由國家負責，第一、二、三支柱占比分別為76%、20%、4%，而美國養老主要靠企業與個人，三支柱占比分別為9%、55%與36%。④保險資金運用餘額規模為15 萬億元。

第一支柱：基本養老金+社保基金。社保基金會目前管理的資金分為兩部分：一是全國社會保障基金，二是地方政府委託的基本養老金。全國社保基金17年底規模為1.83萬億元，基本養老金18Q2有3716.5億元已劃入社保基金會並開始運作。從18年中報上市公司前十大股東推測，18Q2全國社保基金至少有2294億投資於股市；以目前到賬的3716.5億資金為基數，假設有20%的資金投資股票，基本養老金估測約有740億資金入市。

第二支柱：企業年金+職業年金。企業年金制度從2004年開始試行，2006年開始市場化運作，截止2018Q1，企業年金基金規模達13260億元，已進入瓶頸期；職業年金制度從2014年才開始運行，目前仍處於初步階段，以全國公職人員4000萬人，人均月工資3000元作為假設估算，每年職業年金繳費規模約為1728億元，14年累計至今基金存量規模約為7000億。以年金養老金產品中股票類占比為7%推算，企業年金18Q1有930億投資於股市，職業年金預計有490億

港股中報盈利增速回落

我們回顧8月全球市場，美股領漲，標普500漲2.2%，A股領跌，上證綜指跌-5.3%，恒指小幅下跌-2.43%，已回到17年8月水平。對比歷史，港股1980年以來幾次市場底部恒指PE在7.9倍至13.1倍，目前恒指27890點，PE(TTM)10.2倍，估值已處於歷史底部水平。

截至8月31日，1375家港股上市公司（占全部港股數量60%、占全部港股17年總淨利潤61%）公佈了2018年中報，根據整體法測算它們2016年年報、2017年中報、2017年年報、2018年中報歸屬母公司淨利潤同比分別為-8.93%、22.27%、26.15%、8.75%，淨利潤同比增速有所下降但仍處於較高水平，淨利增速回落源于營收增速下降。歷史上平均一輪盈利改善週期為2年，本輪盈利改善週期開始於16年6月，至今已歷時2年，存在進入盈利下行週期可能。

已公佈中報公司18年中報ROE為11%（年化），相對17年年報10%略有增加。ROE上升源於淨利潤率上升。

港股中資訊科技業、原材料業、金融業18年中報淨利同比/PE(TTM)為154.6%/44倍、91.5%/9.2倍、12.61%/7.73倍，盈利估值匹配度較好。

風險提示：警惕美聯儲加息和中國經濟增速疲軟導致港股增速回落。

行業研究

紡織與服裝：18H1 中報總結：品牌服飾回歸內生增長，紡織製造淨利明顯提升

18H1服裝家紡淨利端表現優於紡織製造。SW紡織服裝業企業中，18H1收入、淨利潤增速位於0-30%的公司合計分別為53、32家，分別占板塊公司總數62%、37%。從子板塊來看，SW服裝家紡子板塊收入、淨利潤增速中位數分別為12.1%、17.4%，SW紡織製造板塊二者增速中位數為13.7%、8.7%，服裝家紡淨利端表現優於紡織製造。

紡織製造：產能仍待釋放，淨利增速大幅提升。單季度來看，紡織製造板塊18Q2收入同比增12.6%，較18Q1增速降6.22pct，淨利潤同比增11.5%，較18Q1增速提升7.9pct。我們認為收入增速有所放緩，主要系企業部分產能尚未完全釋放，淨利增速大幅提升主要由於1) 棉價自18Q2逐步提升，前期儲棉較充分的企業成本優勢已逐步體現。2) 18Q2管理、銷售費用率較18Q1分別降0.2、1.1pct。3) 人民幣自18Q2持續貶值，匯兌損失顯著下降，18Q2財務費用率0.33%，同比降2.8pct。4) 健盛集團、百隆東方等企業越南業務淨利率高於公司整體淨利率，其海外產能占比提升帶動整體淨利增速上升。女裝：淨利率穩定提升，內生增長持續。18H1女裝板塊收入同比增33.1%，歸母淨利潤同比增24.4%，毛利率65.6%，同比增1.5pct，我們認為主要系維格娜絲品牌Vgrass、TW吊牌均價均增11%以上，提檔提價舒暢，以及朗姿股份醫美業務毛利率大幅提升。得益於期間費用控制良好，淨利率12.3%，同比增1.9pct。主品牌來看，朗姿女裝、維格娜絲（Vgrass）、安正時尚（玖姿）、歌力思（Ellassay）18H1收入分別同比增31.5%、15.5%、27.1%、14.9%，增速穩定。我們認為在18H1女裝主品牌店鋪數均呈淨減或小幅提升的情況下，內生增長保持穩健主要系同店增長持續提升。

男裝：利潤端表現優於收入端。18H1男裝板塊收入同比增18.3%，歸母淨利潤同比增39.9%，我們認為板塊利潤端表現明顯好於收入端主要由於比音勒芬淨利潤保持高增以及報喜鳥自17Q4大幅扭虧。18H1毛利率同比增1.7%，銷售、管理費用率分別同比增1.2、0.6pct至27.0%、11.0%，財務費用率同比增1.0pct至-0.1%，淨利率11.6%，同比增1.7pct，維持穩定盈利水平。

休閒服飾：Q2收入增速放緩幅度較小，淨利率保持穩定。18H1休閒服飾收入合計191.7億元，同比增13.3%，歸母淨利潤30.1億元，同比增16.6%，收入與淨利增速較17H1（9.4%、3.6%）有明顯提升。18H1毛利率73.1%，同比降1.0pct，費用控制良好，期間費用率同比增0.4pct，基本維持，淨利率同比增0.5pct至15.7%。18Q2收入同比增12.0%，較18Q1增速下降2.4pct，小於女裝、男裝、家紡子板塊Q2增速減少幅度。18Q2板塊存貨轉率1.67次，較18Q1降8.7%，我們預計隨著海瀾之家庫存結構進一步優化，太平鳥TOC模式深度應用，森馬服飾現貨、期貨制度緊密結合，營運指標將一步提升。家紡：費用控制良好，經營活動現金淨流出額收窄。18H1家紡板塊收入同比增17.8%，歸母淨利潤同比增30.9%，較18Q1（31.9%）基本維持。18H1毛利率24.8%，同比增1.2pct，我們判斷主要系家紡產品實現小幅提價以控制原材料成本上升影響。板塊費用控制良好，18H1期間費用率同比降0.4pct至32.5%，其中銷售費用率同比增1.2pct至24.8%，主要系羅萊生活加大市場推廣力度、富安娜新開店導致費用提升。18H1經營活動現金淨流出額同比降4.2億元，淨支出明顯收窄，單季度來看，18Q2板塊經營性活動現金/營收比-2.3%，環比降-2.4pct，但較17Q2（-19.3%）明顯改善。

電商：收入維持高增，現金流指標改善。18H1電商板塊收入同比增89.5%，較17H1收入增速大幅提升，淨利潤同比增71.4%。單季度來看，18Q2收入同比增90.5%，較18Q1增速提升2.1pct，Q2淨利潤同比增64.0%，較Q1有所放緩。18H1毛利率同比降9.9pct，主要系南極電商低毛利率時間互聯並表，銷售、管理費用率分別同比降7.8、0.9pct至25.7%、2.5%，財務費用率同比升0.5pct至0.8%，淨利率同比降1.0pct至7.4%。18Q2電商板塊現金流指標明顯改善，經營活動現金淨額較18Q1由負轉正，大幅提升7.6億元。

投資策略。紡織製造：1）我們認為中長期棉價上漲將利於已充分儲備原材料，並且訂單量飽滿的大企業充分轉嫁成本，並穩步提升毛利率。2）我們判斷大部分出口企業18H1訂單報價多按人民幣兌美元6.2-6.3，人民幣貶值將提升18H2結算報價，對業績形成較大彈性。3）龍頭企業產能持續擴張，加之海外產能淨利率明顯高於平均淨利率，預計18年產銷與淨利均有更大增長空間。品牌服飾：品牌服飾收入增速略有放緩，但建議關注單店店效穩步增長，且品牌內生增長強勁、營運指標持續優化的優質龍頭。

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。

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。