

2018年9月6日

財富管理-投資策略

固定收益

債牛短期受阻，調整就是機會

四季度經濟下行壓力較大。二季度經濟下行拐點已現，由於領先指標社融增速持續下滑，預示四季度GDP名義增速將持續回落。消費方面，居民收入增速下滑、財富效應減弱、居民舉債買房透支購買力等導致消費增速持續下滑。出口方面，領先指標回落疊加中美貿易摩擦，出口增速承壓。投資方面，製造業投資回升偏弱，隨著土地成交放緩、地產融資受限、居民加杠杆難持續，地產投資增速將大概率下滑；而基建投資有望迎來反彈，但只是部分對沖經濟下滑的手段。

通脹預期升溫，預計短升長降。近期通脹預期的升溫主因供給端擾動，其中豬瘟疫情、壽光水災推升豬價和菜價預期，預計三季度CPI溫和回升，但因需求偏弱難以超過一季度高點。供給約束疊加基建投資加碼，短期支撐上游商品價格，但需求生產數據持續下滑，下半年PPI價格或持續下滑，通脹長期回落的趨勢未變。

政府融資托底，社融下行難改。目前非標監管仍嚴，萎縮趨勢難改；貸款受到銀行表內資本金、存款和風險偏好的約束，增量有限；債券發行主體分化，也難有較大增量。預計18年底社融餘額增速約為9.4%，19年底則進一步降至9.2%左右。在監管不大幅放鬆的情況下，社融增速下行難改。政府融資短期托底，我們估算今年8-12月政府+社會融資9.68萬億左右，年底增速約為10.8%。三季度地方債發行放量，帶來融資增速的小幅反彈，但四季度之後將會重新回落。

寬鬆週期再現，貨幣利率低位。7月以來，資金利率中樞明顯下移，雖然地方債繳款擾動資金面，但央行投放力度明顯加大，並表態要加強貨幣和財政政策的協調，這意味著央行仍有動力維持貨幣的合理寬鬆。與此前三輪寬鬆相比，本輪貨幣寬鬆程度較輕，沒有放鬆地產調控，預計對投資和經濟的拉動作用也會減弱。從效果來看，目前信貸和M2增速依舊低位，社融下行趨勢不改。因此本輪寬貨幣到寬信用的傳導緩慢，對經濟的刺激作用也或有更長的時滯，整體呈現衰退型寬鬆格局。利率供給高峰，短期擾動債市。8月地方債發行速加快，我們預計8-12月記帳式國債、地方債、政金債平均每發行情量同比增加2000億。從配置力量來看，地方債與國債發行利差增大，當前扣除資本佔用後的地方債收益率高於國債，再加上地方債風險權重或迎來調整，地方債吸引力提升。這意味著地方債發行加速或將擠佔銀行表內其他債券的額度，如政金債和信用債，同時也會收緊市場流動性，對短期債市形成擾動。

債牛短期受阻，調整就是機會。我們認為三季度債牛行情短期受阻，主要受制因素包括：食品價格短期反彈，通脹預期抬升；三季度利率債供給壓力較大；積極財政政策加碼使得Q3政府+社會融資增速小幅回升；9月美聯儲加息制約國內貨幣進一步寬鬆。但展望四季度，債牛行情未完，長期依然向好，以利率債和高等級企業債為標誌的債券牛市仍未結束，3季度的短期調整將提供投資機會。

原因主要基於以下幾點：（1）經濟下行風險仍存，通脹長期趨於下降。（2）信用擴張有約束，預計政府+社融增速在Q4重新回落，貨幣寬鬆延續。（3）貶值風險可控，中美利率趨於脫鉤。

風險提示：基本面變化、政策變化、債市調整。

行業研究

傳媒：2018 年傳媒與互聯網行業中期投資策略

1) 2018年至8月17日，板塊跌幅31.83%，行業跌幅第三。板塊整體高估值風險充分釋放，傳媒行業PE（TTM，中值）26倍左右，處於歷史最低點。2) 個股走勢分化，2018年至8月17日，統計的149家傳媒公司中僅9家上漲（剔除次新股影響）。3) 申萬傳媒板塊公司整體毛利率小幅回升、費用率穩中有降；商譽與經營性現金流增速放緩。

行業基數已大，雖增長依舊，但速率下降是趨勢，龍頭公司彙聚資源。二維度選股：1) 新科技提升娛樂消費需求；2) 關注真正高成長的公司。

海通傳媒9月組合：百洋股份、光線傳媒、分眾傳媒、完美世界、平治信息、華策影視、視覺中國和皖新傳媒。

風險提示：政策監管趨嚴，個股商譽減值風險。

建材：水泥盈利創新高，龍頭繼續領跑

水泥：協同限產常態化，行業盈利創新高，南方繼續強於北方。

水泥需求表現有韌性、無彈性。上半年全國水泥產量約10.0億噸、同比下降約0.6%（同比口徑），其中第2季度產量約6.2億噸、降幅較第1季度縮窄。

環保高壓導致供給端協同限產常態化。龍頭企業調節產能發揮、管理庫容、控制熟料外銷（尤以華東為甚），行業庫容比中樞降至2012年以來最低水平。

行業盈利創新高。上半年全國42.5水泥含稅均價約418元/噸、同比上漲78元/噸，水泥煤炭價格差同比提升約61元/噸；第2季度水泥均價約428元/噸，同比、環比分別上漲78、19元/噸，水泥煤炭價格差同比、環比分別提升約64、23元/噸。

企業表現：南方量價齊升，北方價升量跌。1) 2018年上半年樣本企業水泥銷量合計約達4.6億噸，同比口徑同比降約0.6%，西北區域3家水泥企業銷量下滑較多，華東和華南企業銷量增長情況不錯。2) 盈利普遍改善，南方企業改善幅度領先。上半年樣本公司水泥熟料噸均價約289元、同比提升約89元，是樣本企業收入增長的主要來源；南方企業盈利能力改善幅度優於北方。

A股水泥企業經營回顧：2018Q2盈利水平創下歷史新高；產能新增投入不多，負債率持續下行；資本開支維持低位，經營性現金流充沛。

玻璃：上半年原片盈利維持高位，產能有新增、原片庫存壓力可控。2018年上半年全國玻璃含稅均價為81.5元/重箱，同比上漲7.8元/重箱，得益於連續2年高盈利下原片廠家挺價能力強化。上半年需求表現弱勢；受益於去年11月沙河產能關停，供給端同比量縮，上半年平板玻璃產量約4.25億重箱、同比下降約0.9%；原片廠家庫存水平同比上行，但壓力可控。A股企業中原片占比高的企業（如旗濱）盈利提升優於深加工及其他業務占比高的企業（如南玻A）。在產產能環比新增，6月底在產產能較年初增加2424萬重箱（增幅3%）。

玻纖：景氣表現不錯，中國巨石持續領先。上半年玻纖供需表現不錯（尤其是普通品種），主流玻纖企業普通品種的提價執行情況較好。玻纖行業持續的需求及盈利高水平驅動新產能投放進程加快，6月底全國玻纖池窯在產產能較年初增長約7%。

管材：塑料管道表現較好，PCCP景氣有所改善。家裝零售管道龍頭偉星新材在收入及盈利增長表現、盈利水平表現上持續穩健；另一塑料管道龍頭永高股份受益於地產投資韌性，收入表現不錯，成本轉嫁效應顯現、盈利能力有所改善。上半年隨著工程進度的加快，多數PCCP企業收入明顯改善，盈利情況同比略有改善、但依然微利。

耐火材料：受益下游回暖、景氣顯著好轉。上半年耐火材料下游行業經營狀況顯著好轉，耐火材料企業收入增長、盈利水平、現金流表現均亦顯著好轉。

其他建材：龍頭表現突出。上半年地產產業鏈龍頭受益於地產投資有韌性、開發商集中度提升，整體收入、盈利表現較好；非地產產業鏈龍頭中受益於半導體投資等高景氣的細分產業（石英材料、空氣濾紙材料等）龍頭增長表現較強。

風險提示：1）地產、基建投資增速超預期下行；2）原材料價格超預期上漲；3）協同控量保價聯盟破裂。

銀行：營收、PPOP 持續改善，息差、信用風險分化

營收、撥備前利潤增速向好，規模增速觸底回升，息差分化。25家上市銀行2018年上半年歸母淨利潤同比增長6.44%，增速較一季度提高0.88個百分點；營收、撥備前利潤增速分別為6.17%、7.19%，較一季度提高3.42、3.46個百分點。在盈利能力提升的同時上市銀行保持審慎的撥備計提策略。與1Q相比，2Q資產增速觸底回升、非息收入逐漸恢復、信貸成本環比下降，均對二季度盈利提速有所貢獻。2Q息差環比一季度則有所分化，主要由於銀行資產端風險偏好不同，及對市場化定價的存款依賴度不同。

資產投放向貸款集中，SPV持續壓縮。上半年非標融資收縮量逐漸擴大，社融更加依靠表內貸款，2Q貸款投放加速。二季末上市銀行總計新增投放2.47萬億元貸款，高於一季度的2.37萬億元；貸款/生息資產占比環比提高0.67個百分點。其中，零售貸款占比較年初提高0.66個百分點，各家銀行

零售投放偏好不盡相同。自去年以來嚴監管環境下，銀行持續壓縮表內投資的SPV，上半年資管新規、大額風險暴露落地，SPV占投資類資產占比繼續下降。

負債端存款競爭、同業利率中樞下降影響負債結構調整。存款方面，國有銀行受季節性因素影響，2Q存款/計息負債占比環比下降；中小銀行2Q存款占比環比提高。上半年去杠杆環境下，M2增速保持低位，存款總量增速放緩，銀行間存款競爭激烈，體現在存款結構中則是2Q末企業存款、活期存款占比較年初下降。自去年上半年中小銀行開始調整負債結構，壓降同業負債+CD占比，2Q18流動性轉向合理充裕，同業負債+CD占比環比小幅提升。

不良確認及核銷加快，信用風險分化。二季末上市銀行不良率為1.55%，環比下降2BP。二季末上市銀行不良/90天以上逾期貸款比例為118%，較年初提高1個百分點，不良確認標準進一步提高；同時上半年上市銀行加大核銷力度消化存量不良，較去年同期多核銷了49.7%。上市銀行逾期貸款率、90天內逾期貸款率變化趨勢有所分化，顯示不同銀行的信用風險改善趨勢不同，未來還需進一步關注90天內逾期貸款率升幅較高的銀行資產質量的變化趨勢。

投資建議。與一季報相比，上市銀行中報資產增速觸底回升，息差同比繼續改善，非息收入有所恢復，帶動營收及撥備前利潤增速加快。盈利能力持續改善、撥備水平充足的基礎上，銀行加大不良確認力度及核銷力度，不良率繼續下降。考慮先行指標逾期貸款結構各家銀行有所分化，我們認為下半年或將維持信用風險分化的格局。我們預計存款成本仍將維持上半年逐步抬升的趨勢。自二季度以來同業利率中樞下行，下半年負債端到期滾動續作後對負債端成本的貢獻將會加大，有助於同業負債占比高的銀行息差環比改善。行業2Q18 PB為0.89倍，2018E PB為0.83倍，給予行業“優於大市”評級。公司個股推薦光大銀行（股份制銀行中撥備前利率增速最高），建議關注建設銀行（大行中資產質量最優、淨利息收入增速最高）。

風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

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。過去的表现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。