

2018年9月7日

財富管理-投資策略

固定收益

盈利、現金流弱化，民企杠杆率走高 ——從上市公司中報看企業信用基本面

利潤：盈利增速明顯回落。上半年上市公司（非金融）盈利雖無明顯惡化，但增速有明顯下滑，淨利潤同比增速從17年的31.3%下滑至22.2%，微觀層面虧損或盈利弱化企業占比均有小幅增加。分行業看，鋼鐵、建材利潤增速最高，主要還是受益於供給端偏緊帶來的漲價效應；其次是石油石化、商貿、基礎化工行業；而去年盈利亮眼的煤炭行業，今年上半年上市公司歸母淨利潤增速只有9.5%，靠限制供給端、漲價帶來的利潤高速增长不可持續；房地產行業上半年歸母淨利潤增速也達到了35%，因為其特殊的預售制度，今年上半年利潤上漲更多反映的是前期市場銷售情況，同時地產企業間分化明顯，3成上市房企歸母淨利潤同比翻倍，另有3成淨利潤負增，龍頭的利潤上升明顯，行業集中度不斷提升。

現金流：籌資覆蓋資金缺口的能力趨弱。上半年企業融資環境繼續收緊，非金融上市企業籌資現金流大幅減少，同比減少近3成，而投資現金流支出並沒有收縮，自由現金流缺口依然較高。企業籌資現金流對資金缺口的覆蓋能力大幅削弱，18年上半年非金融上市公司整體籌資現金流/自由現金流缺口的比例只有74.4%，同比減少18個百分點，整體資金鏈趨於緊張。分行業看，石油石化、鋼鐵、建材等行業受益於盈利的改善帶來經營現金流增加，自由現金流保持為正且同比增厚；房地產和建築行業自由現金流缺口龐大，仍大量依賴籌資現金流，融資端的壓力導致不少房地產公司財務費用激增；下游行業中汽車、計算機、醫藥、商貿等行業今年上半年自由現金流缺口均同比走擴，而家電、紡織服裝行業上半年自由現金流缺口有所收窄，主要源於投資支出的大幅減少。

資本結構：國企穩杠杆，民企杠杆率走高。17年以來我國去杠杆雖取得積極進展，但總杠杆仍然偏高，結構不平衡尤其是非金融企業杠杆率過高的局面還未得到根本扭轉。同時去杠杆出現結構性分化，地方國企杠杆率基本穩定，而民營企業杠杆率走高，截至18年6月末，民企上市公司整體資產負債率已經較16年底提升了2.3個百分點。融資上的收緊對民企負債端帶來了較大的壓力，企業財務費用增加很可能導致了民企杠杆率不降反升。另一方面，企業債務結構短期化明顯，這與企業融資成本不斷抬升，企業以短期融資滾動長期債務、控制融資成本有關。而債務結構的短期化將使得企業頻繁面臨到期壓力，進一步加大違約風險。

償債能力：長短期償債能力均有弱化。上半年非金融企業籌資現金流覆蓋資金缺口的能力趨弱，貨幣資金增速放緩；另一方面杠杆率並沒有顯著去化，特別是民營企業出現了杠杆率走高的趨勢，同時債務融資結構短期化明顯。這都導致企業償債能力趨於弱化。從貨幣資金/短期債務的比值上看，18年中報顯示A股非金融企業貨幣資金總規模較17年底減少了接近2000億，而短期債務卻增加了5700多億，導致貨幣資金/短期債務比值為87%，較17年底的95%有明顯降低。長期償債能力則因企業利潤和經營現金流的回落也有弱化。

融資端是否有效改善尤為關鍵。18年半年報數據尚顯平穩，但同時也凸顯了一些問題，包括後續盈利面臨較大回落壓力，現金流恐進一步弱化，去杠杆背景下民企杠杆率持續走高，風險因素仍在積累。今年上半年信用風險事件頻出，主要驅動因素是融資環境收緊導致的資金緊張，近期我國貨幣政策、財政政策和金融監管政策都出現了微調，旨在緩解信用收縮、穩定社融增速和經濟下行壓力，若寬信用政策有成效，信用基本面弱化將有所緩解，但若企業融資端仍然緊張，年內經濟下行壓力下，企業盈利和經營現金流或有明顯回落，內外現金流的雙緊將加劇風險的暴露。

行業研究

石油化工：加大油氣開採力度，保障能源安全

9月5日，國務院發佈《關於促進天然氣協調穩定發展的若干意見》，指出了我國天然氣產業在資源保障、基礎設施、價格體制、應急保障等方面存在的突出問題，首次進行“包產到戶”，明確責任落實，推動天然氣協調穩定發展。

加強國內油氣勘探，提高非常規氣補貼，保障國家能源安全。在國產氣保障方面，主要關注兩條：再次明確到2020年天然氣產量要達到2000億方以上；首次提出研究非常規天然氣補貼延續到“十四五”，並將緻密氣納入補貼範圍。2017年，我國天然氣產量為1487億方，如若要實現該目標，2018-2020年國內產量將增加500多億方，年複合增速年複合增速10.4%。

葉岩氣和緻密氣有望迎來快速發展。截止到2017年底，我國葉岩氣累計探明地質儲量9168億方，產量90億方左右，《葉岩氣發展規劃（2016-2020）》提出到2020年我國葉岩氣產量要達到300億方，到2030年要達到800-1000億方。2017年我國緻密氣產量占總產量的23%。我們認為如果將緻密氣納入補貼範圍，將有效降低緻密氣開採成本，極大地鼓勵油氣開採企業增產。

集中開展管道互聯互通重大工程，推動基礎設施第三方開放。本次指導意見提出，加快天然氣管道、LNG接收站等項目建設，集中開展管道互聯互通重大工程。抓緊出臺油氣管網體制改革方案，推動天然氣管網等基礎設施向第三方市場主體公平開放。

給予儲氣設施應急補貼和LNG接收站增值稅按比例返還等優惠政策。本次指導意見提出，對重點地區應急儲氣設施建設給予中央預算內投資補助支持，研究中央財政對超過儲備目標的氣量給予補貼等支持政策，在準確計量認定的基礎上研究對墊底氣的支持政策。研究根據LNG接收站實際接收量實行增值稅按比例返還的政策。

給予調峰氣價政策優惠，提高城燃企業盈利能力。本次指導意見指出，推行季節性差價、可中斷氣價等差別化價格政策，促進削峰填穀，引導企業增加儲氣和淡旺季調節能力。我們認為，完善調峰氣價政策和季節性差價等差別化政策，將有利於提高城市燃氣企業盈利能力。

建立信用體系，有利於提高城燃企業經營穩定性。本次指導意見指出，建立完善天然氣領域信用體系，對合同違約及保供不力的地方政府和企業，按相關規定納入失信名單，對嚴重違法失信行為實

施聯合懲戒。我們認為，此舉將有效遏制上游資源方隨意斷供提價行為，有利於下游城燃企業獲取氣源的穩定性和保持合理成本。

投資建議。綜合以上分析，我們認為該指導意見將有效解決天然氣產業發展中的各類問題，促進天然氣產業協調發展和下游消費增長，相關投資機會包括：1) 加強國內油氣勘探力度，研究延長或增加非常規氣補貼時間和範圍，利好葉岩氣、緻密氣等非常規氣開採及相關企業，建議關注通源石油、傑瑞股份、石化機械；2) 豐富天然氣進口多元化，提高LNG現貨地位，同時LNG接收站實際接收量實行增值稅按比例返，利好擁有LNG接收站資產及LNG進口能力的企業，包括新奧股份（集團年周轉能力300萬噸LNG接收站即將建成）和廣匯能源（擁有年周轉能力60萬噸）等；3) 建立信用體系、推行差別化價格政策、推動城鎮燃氣企業整合重組，有利於大型城市燃氣企業健康發展，建議關注新奧能源（港股）。

風險提示：天然氣需求不及預期；政策監管不及預期；全球油氣價格大幅波動。

農業：非洲豬瘟疫情頻發，調運管控致生豬區域差價拉大

1. 非洲豬瘟疫情繼續擴散，生豬區域差價進一步拉大

今年8月3日，遼寧瀋陽確診國內首例非洲豬瘟疫情，農業農村部在8月3日第一時間啟動II級疫情響應，並於8月10日下發《關於防治非洲豬瘟加強生豬移動監管的通知》，對疫情區域的生豬調運監管做了及時部署。此後河南鄭州、江蘇連雲港、浙江溫州、安徽蕪湖相繼確診非洲豬瘟疫情；進入9月份，疫情似有加劇之勢，短短數日之內，安徽宣城、江蘇無錫、黑龍江佳木斯又陸續確診共計5起非洲豬瘟。國務院、農業農村部繼續對疫情防控做出嚴格部署，限制疫區生豬及其產品的跨區調運。

我國生豬養殖產業區域發展並不平衡，尤其是近幾年南方水網地區加大養豬場環保整治力度之後，浙江、福建、廣東等地的豬肉消費較為依賴外部省份的生豬調入；而在“南豬北養”趨勢中，河南、東北等地的養豬業快速發展，出欄規模穩步增長，成為國內的生豬外調區域。非洲豬瘟疫情防控帶來的調運限制，直接導致了國內各區域生豬價格的差價拉大。生豬調入大省浙江恰是疫區，近日受跨區調運受限影響，生豬供需失衡，生豬價格已經突破16元/公斤；生豬外調大省河南、遼寧由於疫情封控，生豬無法外調出省，省內供應過剩，生豬價格穩中趨降，遼寧生豬價格日前已跌至12元/公斤，河南生豬價格約13.5元/公斤。

2. 防控形勢嚴峻，短期行業或加快出欄節奏

目前來看，非洲豬瘟疫情在一個月之內發生10起，基本沿著自北向南的傳播路徑，雖然確診疫情的省份不多，整體仍處於可控範圍之內，但是防控形勢也比較嚴峻。從溫氏股份披露的銷售數據發現，8月份出欄均重同比和環比均有明顯下降；天邦股份也公告稱，為了防控非洲豬瘟疫情，暫停分批銷售生豬，改為一次性清欄銷售，有的會提前出欄。我們判斷提前出欄是整個生豬養殖行業特別是規模化養殖企業的現實選擇，短期出欄均重也將隨之顯著下降。

我們認為，目前非洲豬瘟疫情頻發，養殖戶多抱謹慎態度，仔豬價格和二元母豬價格均處於相對低位，顯示養殖戶補欄積極性一般；同時，行業加快提前出欄、出欄均重下降等現象將導致此後生豬供給下降，一旦疫情得到有效控制，後期整體豬價景氣度有望提升。

3. 投資建議

我們認為，疫情的後期進展仍需繼續跟蹤，短期區域差價將趨於常態。從主要上市養豬企業的區域出欄結構來看，溫氏股份顯著優於其他企業：其在浙江、廣東等調入大省的業務佈局最多，出欄占比較高，或將最受益這兩個調入區域豬價的上漲；同時，其在東北、河南等調出地區的佈局較少，出欄占比較低。

若非洲豬瘟疫情繼續不幸大面積擴散，我們預計養殖戶少養或者空欄不養現象會更普遍，或將會加快行業產能去化，豬價上行拐點可能提前到來。

風險提示：非洲豬瘟疫情大面積擴散。

家用電器：小米VS 傳統家電專題研究2：鯰魚入局難改既有格局，長期倒逼傳統企業升級

我們認為對家電行業而言，小米對行業既有品類衝擊有限：它並非影響目前家電品類的基本盤，對現有品類的格局衝擊有限；但從估值角度影響部分品類增長邏輯，長期或倒逼傳統企業升級：一則以小家電公司為首的部分家電品類“品類擴張”邏輯受到衝擊，二則零售渠道模式變革影響產業邏輯，中低端市場競爭加劇下傳統家電企業提升品牌力勢在必行。

進軍家電行業，小米勢在必行。此前我們提出，小米構建生態鏈、進軍家電行業勢在必行，主要是基於：戰略層面而言，生態鏈佈局物聯網風口。依靠自身擴張難以實現快速有效拓展邊界時，依靠投資孵化生態鏈企業來實現艦隊工作。戰術層面而言，借力生態鏈產品幫助延續小米的品牌生命。具體來說：（1）保持小米的品牌熱度；（2）提供銷售流水的支撐；（3）加大小米的想像空間。整體來看小米對家電品類的基本盤影響有限，但影響了部分家電公司的品類擴張邏輯。據奧維雲及阿裡平臺數據估算，2018年1-7月小米生態鏈主要家電品類線上市占率空氣淨化器（36%）>彩電（18%）>掃地機器人（9%）>淨水器（7%）>電飯煲（2%）/熱水壺（3%）。小米在傳統小家電及大家電中獲得的市場份額有限，主要是在新興家電品類中產生了較大衝擊。

家電基本盤影響有限：傳統小家電市場：小米在傳統小家電市場的產品創新支持其產品突圍，但這種微創新優勢壁壘不高容易複製，優勢難以轉為勝勢，最終傳統龍頭仍會憑藉供應鏈及渠道優勢維持穩固地位。黑電市場：我們認為小米在黑電部分的成功，首先是互聯網品牌在具備內容優勢的前提下部分搶佔傳統品牌份額，其次乃品牌格局演化中部分替代了樂視份額所致。傳統黑電企業的格局並未因小米出現而變得更差，黑電企業自身始終難具議價力。大家電市場：大家電領域小米上游難以獲得一線品牌供應鏈，下游渠道覆蓋率亦難追及，產品對比角度性價比亦難大幅提升，因而我們認為小米要穿透大家電品類市場，仍舊任重道遠。

部分平臺型家電公司品類擴張邏輯受損：對家電中偏快消品品類的公司而言，核心的競爭要素是品牌和渠道，而新興小家電品類缺乏頭部品牌的市場特徵及線上占比的不斷提升讓小米的性價比優勢凸顯。基於此，我們認為小米型企業的誕生讓部分平臺型家電公司的品牌品類擴張邏輯受到影響，這條邏輯的破壞對這部分企業的估值將產生影響。

小米模式體現零售渠道變革，產業邏輯上或倒逼傳統企業改革升級。包括小米在內的國內零售企業的不斷變革體現的是下游渠道模式的變化。借鑒國外經驗，家電下游渠道多把控在零售巨頭手中，也存在類似Costco的強勢平臺型零售公司自行篩選品類和整合供應鏈。我國傳統家電模式本是以整機製造企業為核心，龍頭製造廠商原本承擔了供應鏈和渠道整合的角色，我們認為類似于小米類型自行打通上下游供應鏈及渠道體系的零售模式的崛起，將使得低端產品的競爭更為激烈，無品牌辨識度的家電企業生存空間必將受到擠壓。因此如美的集團今年堅定推動的高端化戰略轉型，除了消費升級的趨勢推動外，背後亦體現的是產業邏輯的變革。

風險提示。新型商業模式衝擊下，家電行業估值受到影響。

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。