華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

策略 | 中国

# 2018 年下半年展望 – 在不确定性中航行

吕程 策略 +86 21 2897 2057 lvcheng@htsc.com
林志轩 汽车及零部件 +86 21 2897 2090 zhixuan.lin@htsc.com
陈姝瑾, CFA 银行 +852 3658 6231 chenshujin@htsc.com
王帅 原材料 +86 21 2897 2099 bruce.wang@htsc.com
姚倩 消费 +852 3658 6064 yaoqian@htsc.com
丁涵之 能源 +852 3658 6058 dinghanzhi@htsc.com
代雯 医药 +86 21 2897 2078 daiwen@htsc.com
贺赛一 互联网 +852 3658 6236 hesaiyi@htsc.com
詹春立 房地产 +852 3658 6230 jameszhan@htsc.com
沈晓峰 交运 +86 21 2897 2088 shenxiaofeng@htsc.com
刘旭彤 公用事业 +852 3658 6043 tonyliu@htsc.com

## 不确定性上升中蕴藏机会

我们预计 2018 年恒生指数/恒生国企指数将从目前的水平分别上行 6/12%，看好广义消费领域、银行、能源板块和部分增长潜力较大、估值具有吸引力的自下而上挑选的标的。自 2017 年底以来，市场环境的主要变化包括全球和国内金融市场更加动荡不定、投资者风险偏好减弱以及出现对全球和中国经济前景的担忧。尽管下半年面临较多不确定性，我们认为增长质量改善并未受到影响。金融降杠杆能够降低尾部风险，消费前景依然具有韧性，同时年初以来的估值调整已经带来机会。我们将恒生指数 2018 年目标小幅上调至 32,600 点，并将恒生国企指数 2018 年目标维持在 13,500 点不变，以反映 2017 年整体强劲业绩以及我们对估值的谨慎观点。

## 哪些已改变？

年初至今，由于 10 年期美国国债收益率快速上升、中美贸易紧张局势不断演变，以及近期美元汇率走强对新兴市场的影响超过对发达市场的影响，香港股市的波动性随着全球市场的动荡而放大。南下投资者更加谨慎，并降低了港股仓位。我们的分析表明，当市场陷入紧张情绪，A 股市场以及香港市场与美国市场的相关性可能激增，并且港股市场与国内 A 股正变得更加同步。

## 不确定性上升中的相对确定性

金融降杠杆对经济的影响开始显现，导致融资成本更高（尤其对于小型公司而言），带来更多的信用违约案例，但同时也降低了中国市场的长期尾部风险。尽管 2018 年 4 月份增速缓慢，但由于消费结构转变的趋势并未受到影响，以及利好政策的出台，例如新一线和二线城市人才引进政策，对于消费可能产生积极的外溢效应，未来几个季度的消费仍有望保持稳健。新经济将继续保持市场热度，但在相对谨慎的环境下，我们建议谨慎选择新经济个股。最后，在汽车、半导体、软件、必选消费、保险和房地产领域等板块，2018 年至今较 2017 年行业估值逆转表现突出，我们认为部分行业已经出现买入价值。

## 行业配置和首选股票

我们看好：1）必选消费，部分香港本地零售商和服装龙头，因其将受益于未来家庭支出持续的结构转变和消费增长前景稳健；2）银行，由于金融降杠杆导致尾部风险降低以及流动性收紧导致贷款利率较高，银行的净息差和净资产收益率有望改善；3）互联网龙头，因其平台优势较强，且由于市场信心疲弱导致估值已显著调整；4）石油企业，因其有望受益于近期油价走强。我们也看好部分自下而上选择的标的，因为它们具有良好增长前景和合理甚至较低的估值，例如汽车、半导体、医疗保健和环保领域的部分标的。我们的策略首选是华晨中国、李宁、周大福、中石油、招商银行、中信银行、石药集团、海螺创业、腾讯和华虹半导体。

英文报告全文：
China Strategy — Road Ahead 2H18 – navigating through the uncertainties (2018.05.25)

## 策略重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| BCA | 1114 HK | 25.00 | BUY |
| Li Ning | 2331 HK | 9.90 | BUY |
| Chow Tai Fook | 1929 HK | 10.60 | BUY |
| PetroChina | 857 HK | 8.00 | BUY |
| CMB | 3968 HK | 44.56 | BUY |
| CITIC Bank | 998 HK | 6.66 | BUY |
| CSPC Pharma | 1093 HK | 23.80 | BUY |
| Conch Venture | 586 HK | 27.90 | BUY |
| Tencent | 700 HK | 498.50 | BUY |
| Hua Hong Semi | 1347 HK | 21.80 | BUY |

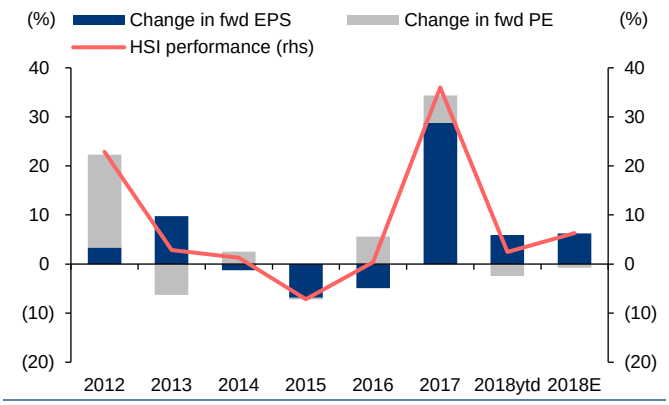
资料来源：华泰香港研究预测

# 目录

**策略观点一览** 3
**2018 年上半年回顾：哪些已改变，哪些还未改变？** 4
全球市场波动的不对称影响 5
南向资金抑制和轮动至防御性行业 6
增长质量改善在正确道路上 8
**降杠杆对经济造成影响，但降低尾部风险** 9
**家庭消费前景乐观** 11
结构性转变将不会改变 11
人才引进政策可能会刺激消费 11
**精选新经济** 13
**估值逆转揭示机会** 14
**指数目标点位和风险分析** 16
**行业推荐和首选股票** 17
**附录** 18
**行业**
汽车及零部件 21
银行 22
非金属类建材 23
钢铁 24
煤炭开采 25
金属与采矿业 26
轻工造纸 27
环保服务 28
可选消费品 29
能源 30
医疗保健 31
互联网 32
房地产 33
运输与物流 34
公共事业 35

## 策略观点一览

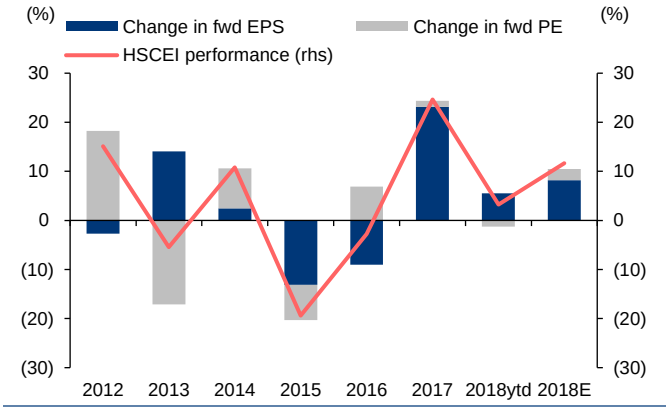
**图表1. 基准情形下恒生指数 2018 年目标点位: 32,600**




注: 数据截至 5 月 23 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

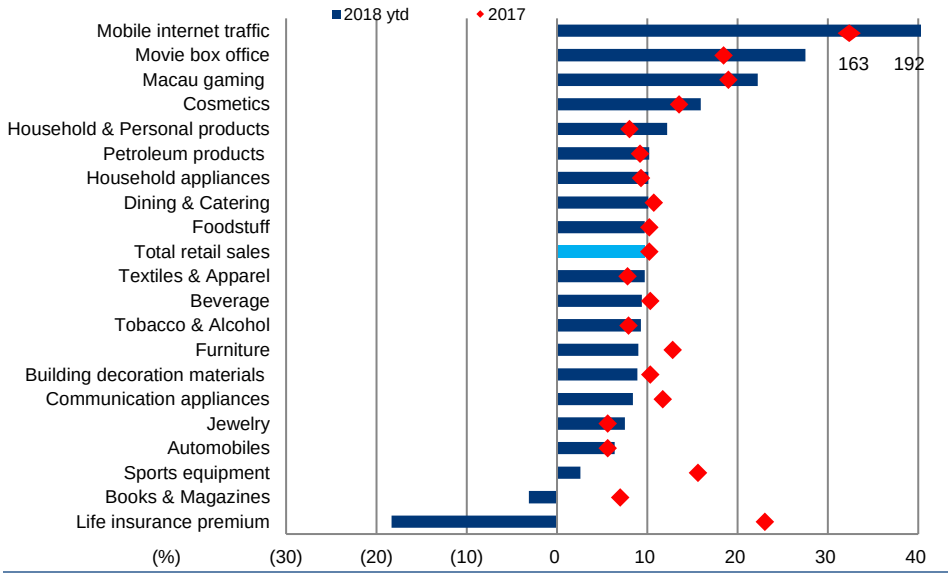
**图表2. 基准情形下国企指数 2018 年目标点位: 13,500**




注: 数据截至 5 月 23 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

**图表3. 各消费板块增速**




注：人寿保费数据截至 2018 年 3 月; 其他截至 2018 年 4 月

资料来源： Wind，华泰香港研究预测

**图表4. 策略首选股票**

| Ticker | Name | Industry Group | Rating | Total mkt cap (USDmn) | Price (HKD) | TP (HKD) | 2018E PE (x) | 2018E EPS growth (%) | 2018E PB (x) | 2018E ROE (%) | 2018E div yield (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1114 HK | Brilliance China Auto | Auto | BUY | 9,708 | 15.10 | 25.00 | 8.0 | 77.3 | 1.9 | 26.2 | 3.0 |
| 2331 HK | Li Ning | Consumer Durables | BUY | 2,527 | 9.08 | 9.90 | 24.9 | 40.3 | 3.2 | 13.6 | 1.2 |
| 1929 HK | Chow Tai Fook | Retailing | BUY | 13,405 | 10.52 | 10.60 | 22.7 | 18.4 | 3.0 | 13.6 | 2.6 |
| 857 HK | PetroChina | Energy | BUY | 226,106 | 6.24 | 8.00 | 15.8 | 157.5 | 0.8 | 4.9 | 6.6 |
| 3968 HK | CMB | Banks | BUY | 113,606 | 33.40 | 44.56 | 8.6 | 13.1 | 1.4 | 16.1 | 3.6 |
| 998 HK | CITIC Bank | Banks | BUY | 46,080 | 5.70 | 6.66 | 5.0 | 10.4 | 0.6 | 11.5 | 6.4 |
| 1093 HK | CSPC Pharma | Pharma | BUY | 18,694 | 23.50 | 23.80 | 38.5 | 33.5 | 7.8 | 22.1 | 0.8 |
| 586 HK | Conch Venture | Capital Goods | BUY | 5,761 | 25.05 | 27.90 | 8.2 | 31.1 | 1.5 | 20.0 | 2.5 |
| 700 HK | Tencent | Software | BUY | 492,871 | 407.00 | 498.50 | 38.6 | 14.4 | 10.2 | 30.0 | 0.0 |
| 1347 HK | Hua Hong Semi | Semiconductor | BUY | 2,459 | 18.56 | 21.80 | 15.6 | 9.9 | 1.4 | 9.1 | 1.9 |

注: 数据截至 5 月 24 日

资料来源：Factset，华泰香港研究预测

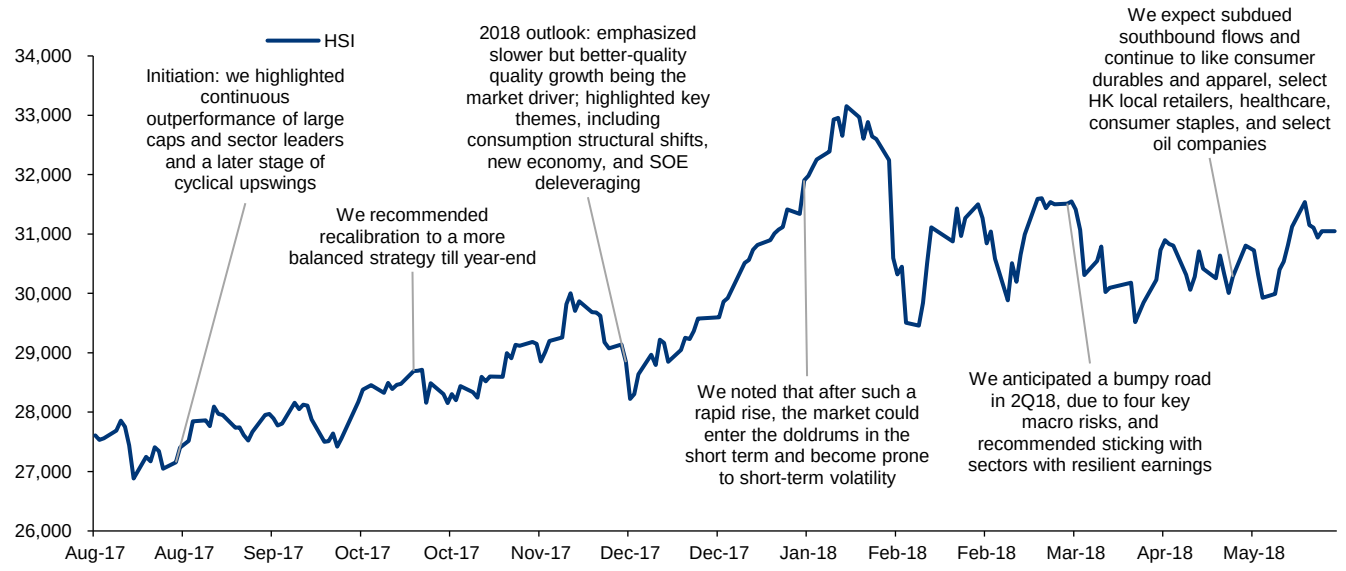
## 2018 年上半年回顾：哪些已改变，哪些还未改变？

2018 年至今，中国/香港市场已经经历过度乐观、恐慌抛售和谨慎的阶段。截至 5 月 24 日，恒生国企指数和恒生指数分别上涨 3.8%和 2.8%。医疗、零售、能源、材料、消费者服务、公用事业等领域领先于市场，而汽车、半导体、媒体、技术硬件与设备和多元化金融等处于落后地位。

从 2017 年底来看，主要变化包括：1）由于 10 年期美国国债收益率快速上升，中美贸易紧张局势不断演变以及近期美元走强所导致的更为剧烈和更具挑战性的全球市场环境；2）对中国经济增长动力的担忧；以及 3）金融降杠杆的进展和外溢效应。我们认为，这些关键变化将在 2018 年剩余时间内继续影响市场。

与此同时，我们 2018 年的核心主题并没有改变：增速较慢但质量向好的增长支撑了市场上行。 2017 年业绩超出市场预期，为进一步提升质量打下坚实基础。 非金融企业尤其是大型国有企业的盈利能力回升支撑了更加健康的资产负债表，并将有助于长期降低尾部风险。 金融降杠杆正在进行，尽管造成一些短期的困扰，但应该会促进未来市场的稳定。

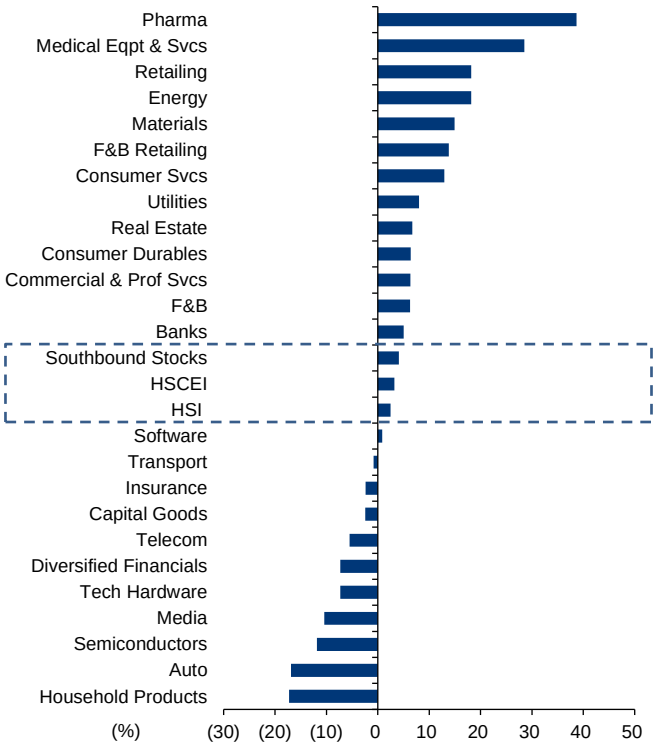
**图表5. 华泰香港策略：主要观点**




注：数据截至 5 月 21 日

资料来源：Wind，华泰香港研究

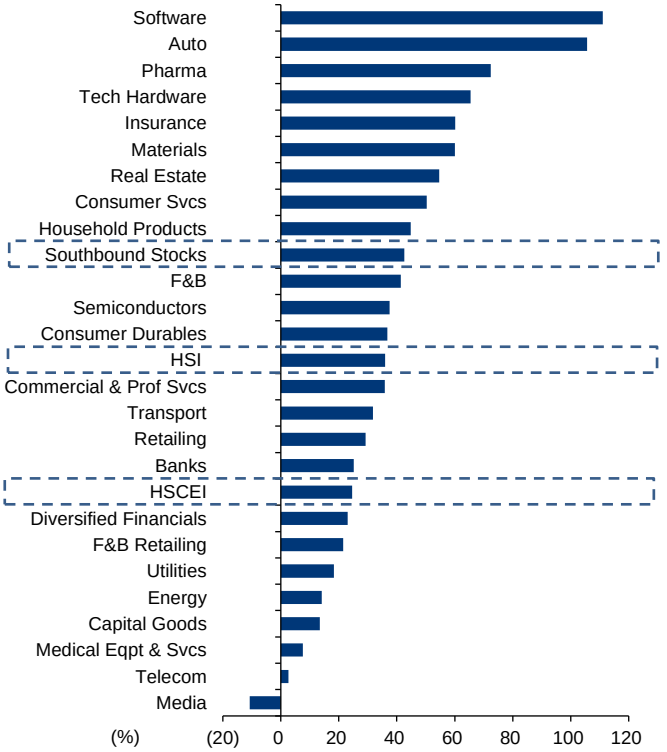
**图表6. 2018 年至今港股通股票分行业股价表现**




注：数据截至 5 月 23 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

**图表7. 2017 年港股通股票分行业股价表现**




资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

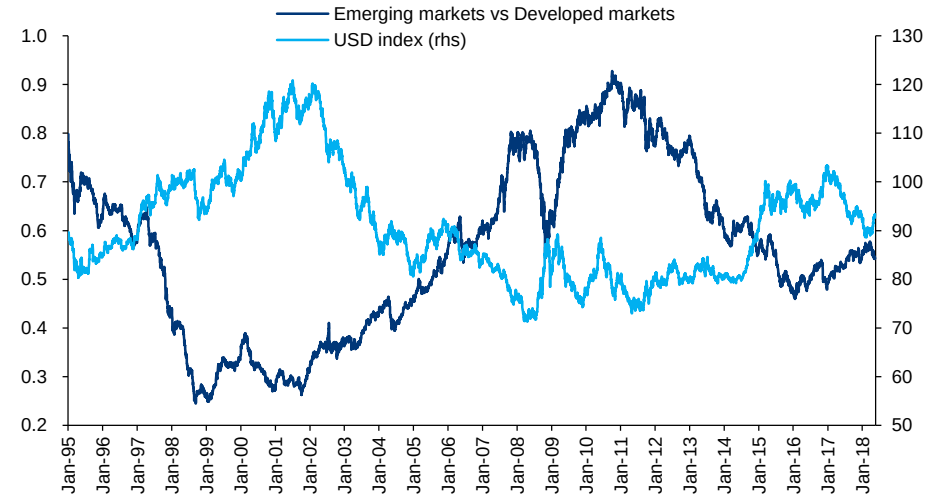
## 全球市场波动的不对称影响

由于美国股市突然调整以及全球投资者风险偏好恶化的触发，香港股市的波动性在经历了一段时间的极度低迷后回复至“正常水平”。 虽然全球市场都受到影响，但影响范围和程度并不完全相同。

10 年期美国国债收益率的快速上涨可能会影响整体市场估值。我们的分析了 2013 年全年不同细分市场的估值变化，表明中国企业可能受到的冲击超过香港本土和外国公司，债务负担沉重的企业可能面临最大的估值下行风险。详细分析请见我们的 2Q18 展望报告。

更糟糕的是，由于美国长期国债收益率上涨、通胀预期上升以及欧洲和日本经济数据低于预期，美元指数近期走高。由于潜在的资金回撤，导致新兴市场变得更加脆弱，特别对于美元债务和出口高度依赖的市场。历史上，新兴市场对发达市场的相对表现与美元指数走势呈现较强的负相关关系，尽管后者可能不是唯一驱动力，但也部分地解释了过去几周市场疲弱的表现。

**图表8. 新兴市场相对发达市场表现和美元指数**



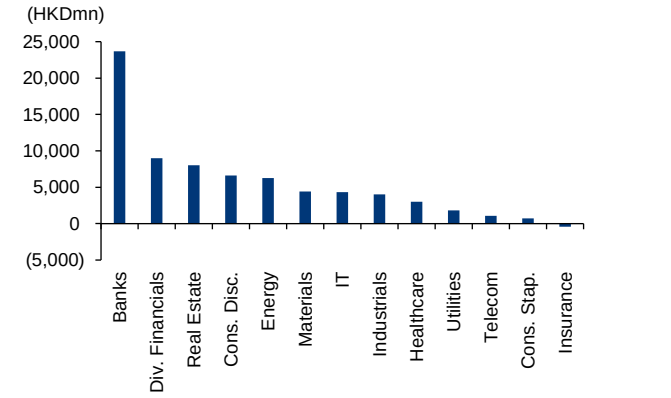

注：数据截至 5 月 22 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

## 南向资金抑制和轮动至防御性行业

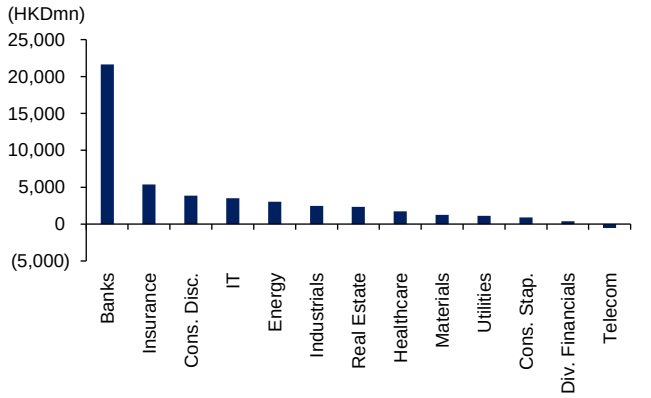
自 3 月末以来，南向投资者转向谨慎。总体资金流向变为负数，包括银行，房地产和保险等较大行业的大量获利回吐。另一方面，部分防御型行业的南下资金持股量迅速增加，推动行业估值接近历史高位，例如医疗保健。 请参阅 1Q18 内地投资者配置的详细分析报告。

**图表9. 2018 年 1 月港股通各行业资金流（估算）**



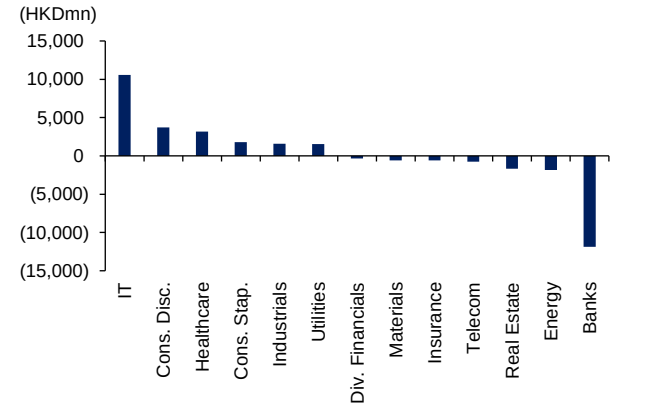

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰香港研究

**图表10. 2018 年 2 月港股通各行业资金流（估算）**



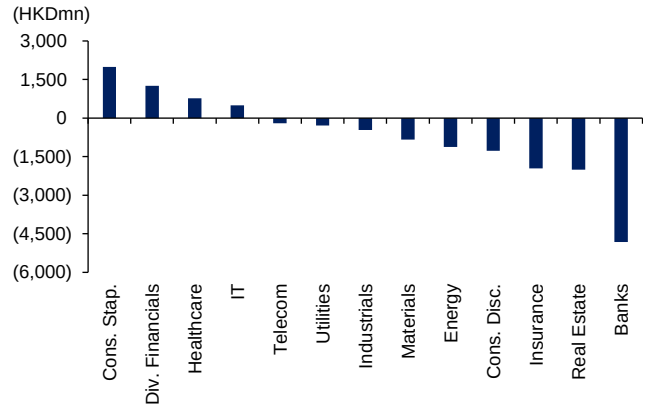

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰香港研究

**图表11. 2018 年 3 月港股通各行业资金流（估算）**




资料来源：Wind，Bloomberg，华泰香港研究

**图表12. 2018 年 4 月港股通各行业资金流（估算）**




资料来源：Wind，Bloomberg，华泰香港研究

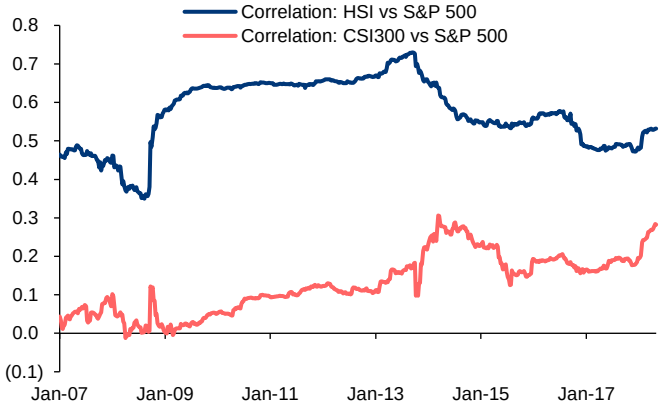
对于国内资金撤离港股市场的一个共同担忧是海外市场波动，特别是对美股市场的担忧。有人认为，由于开放程度的不同，A 股市场可能比香港市场更安全。

我们认同，作为离岸市场，香港市场对国内投资者来说有更多风险，然而 A 股更安全的感觉可能是一种幻想。图表 13 显示，恒生指数与标准普尔 500 指数每周表现的 5 年滚动相关性长期显著高于沪深 300 指数与标普 500 指数之间的相关性。然而，最近的趋势显示两者明显收窄，即 A 股与美国市场的相关性正在回升，香港与美国市场的相关性下降。

更重要的是，根据 1 年期滚动相关数据，在全球风险偏好时期，A 股与美国市场的相关性可能会迅速上升。例如在 2010-2011 年欧债危机期间，这两个市场每周表现的 1 年滚动相关性从负值迅速上升至 55%以上。另一个例子是今年年初，A 股、港股市场和美股市场均表现同步，其中香港与美国以及 A 股与美国之间的相关性均上升至 66%。

总而言之，在极端情况下 A 股市场并不一定比香港股市更安全，并且香港市场的波动也越来越受国内市场影响。

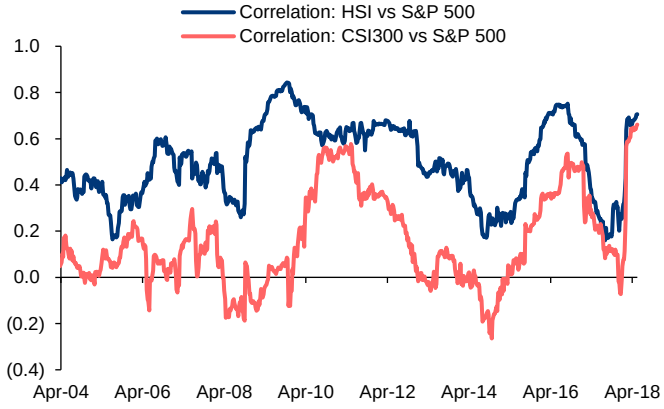
**图表13. 每周表现：5 年滚动相关性**




注：数据截至 5 月 18 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

**图表14. 每周表现：1 年滚动相关性**




注：数据截至 5 月 18 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

## 增长质量改善在正确道路上

在我们的 2018 年度展望报告中，我们预计增长质量改善包括三个方面，进一步提高非金融企业的利润率，降低非金融企业的净负债率，以及改善金融企业的盈利能力。迄今为止，进展是积极的。 详见 2017 年业绩回顾报告。

香港和美国上市的中国非金融企业中，在2014-2017年间，能源和材料分别贡献了总净利润的 14.4%和 3.4%。石油价格走强和健康的供需动态已经并将继续支持能源行业和原材料行业的盈利能力。消费板块占非金融企业净利润总额的 9.1%，价格通胀、需求强劲和产品结构升级应该对提升消费板块利润率有积极影响。根据市场一致预期，整体非金融企业息税前利润率在 2018 年可能会上升 0.4%至 11.4%。 非金融企业的净资产收益率预计也会进一步上升。

强劲的盈利能力好转支撑了非金融企业的净负债率下降，尤其对于国有企业和材料行业。这不仅有助于降低这些重度负债公司的财务风险，而且也利好未来几个季度不良贷款率降低的银行业。

## 降杠杆对经济造成影响，但降低尾部风险

总体来说，我们认为金融降杠杆将提高平均借贷成本，但将加强龙头企业的优势，加快行业整合，同时也会降低中国市场的尾部风险。我们对于债务负担沉重的小公司相对更加谨慎。

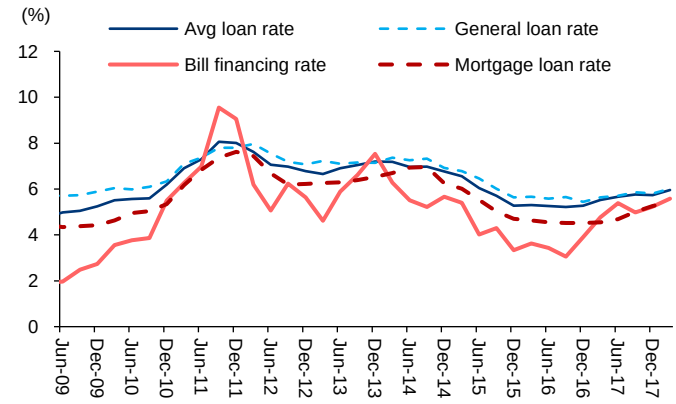
自 2016 年末债券市场泡沫破裂以来，金融降杠杆对实体经济融资的影响已开始显现。由于流动性收紧和非标准融资渠道缩减，融资成本不断上涨。2018 年一季度的银行平均贷款利率在 2017 年第四季度出现小幅下滑之后再次攀升了 22 个基点。自 2017 年中期以来，在岸信用利差继续保持上升趋势。最近的信用违约案件扩大了投资者的避险情绪。

另一方面，最近公布的 4 月份社会融资数据证明了融资需求依然稳固。这意味着需要更宽松的政策。否则，降杠杆可能会不利于经济增长，这或许是政府所不愿看到的。华泰宏观团队预计货币政策将更加灵活，以适应实体经济的融资需求，并有助于降低银行资产负债表的压力；预计将出现 1-2 次定向降准以及 1-2 次政策利率上调。

政策转变可能略微缓解目前的压力，但可能不足以彻底改变融资成本的上涨趋势。香港上市的中国公司可以选择在离岸市场发行债券，由于美国和中国的无风险利率差距，其成本可能低于国内债券。但随着海外利率上升和短期美元走强，它们也可能面临更高的再融资成本，这取决于业务范围、资产规模和当前的杠杆水平。

从积极的一面来说，我们认为，过去几年来各行业努力降杠杆，例如原材料、能源和资本品行业，有助于控制非金融企业借款成本的整体提升。根据我们的估计，在中国上市公司中，即总市值超过 3 亿美元的香港和美国上市的中国公司，非金融企业的平均借贷成本 2017 年为 5.2%（ 2016 年为 4.9%）。由于小型公司通常以比大公司更高的成本借贷，并且当流动性收紧时借贷成本可能会加速升高，他们在较高的借贷成本环境中面临更多挑战，如图表 18 所示。

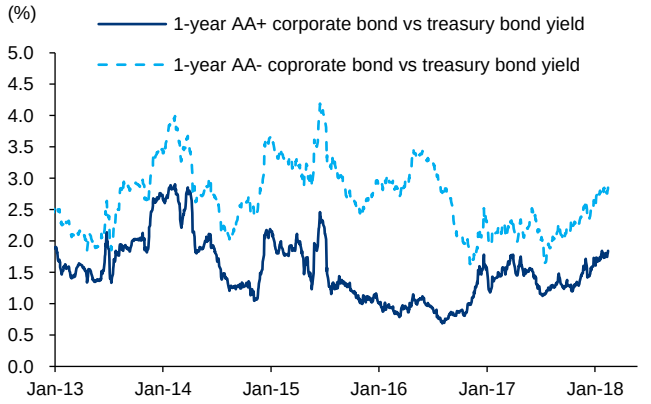
**图表15. 银行贷款利率持续攀升**




注：数据截至 3 月 1 日

资料来源：中国人民银行，华泰香港研究

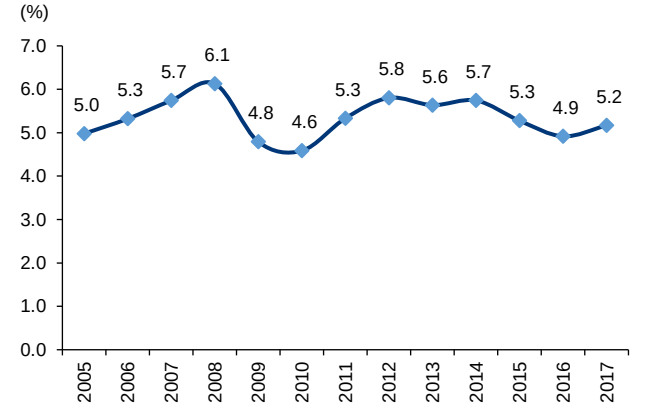
**图表16. 信用利差上升**




注：数据截至 5 月 23 日

资料来源：Wind，华泰香港研究

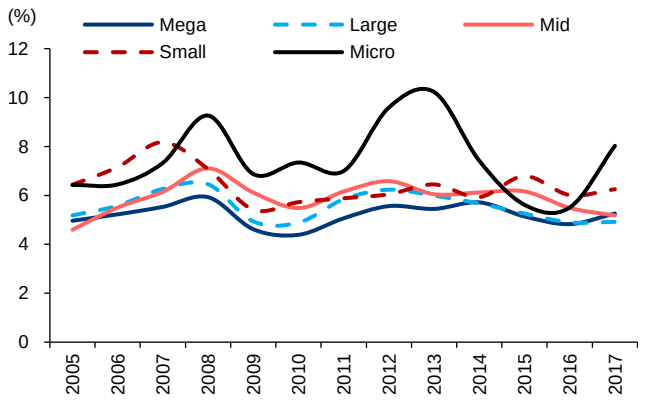
**图表17. 中国非金融企业平均借贷成本**




注：包括总市值超过 3 亿美元的香港和美国上市的中国公司。

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

**图表18. 中国非金融企业平均借贷成本**




注：包括总市值超过 3 亿美元的香港和美国上市的中国公司。公司规模分类基于相应年度的平均总资产。按总资产规模计，排名前 10%的公司为超大型公司，之后 20%为大型公司，中间 40%为中型公司，之后 20%为小型公司，最后 10%的公司为微型公司。

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

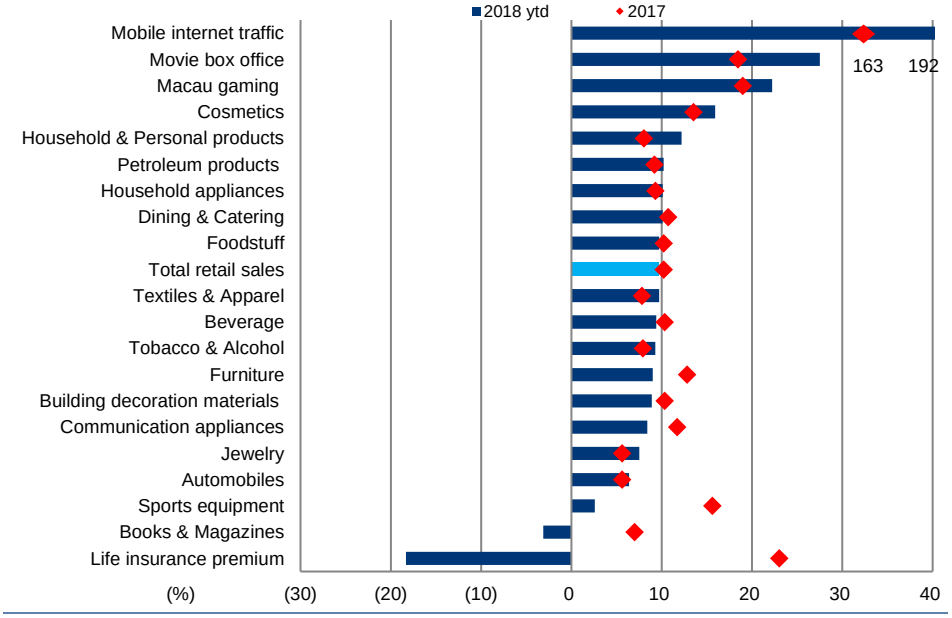
## 家庭消费前景乐观

尽管今年 1 月至 4 月的零售总额增长放缓，我们仍然对短期和长期的家庭消费持乐观态度，由于 1）家庭整体消费支出长期结构性变化向高端产品和服务、娱乐、教育和医疗保健等转移；2）可能通过抵消高额生活成本或减少无形成本来推动消费的人才引进政策。

## 结构性转变将不会改变

我们预计消费的结构性转变在未来不会改变。2018 年至今零售总额增长减弱，导致对弹性的担忧。我们认为经济放缓的主要原因是房地产相关消费的需求下降和部分行业饱和度下降，而不是消费需求总体疲软。2018 年前四个月，与 2017 年同期相比，移动互联网流量、电影票房、澳门博彩收入、化妆品、家居和个人用品、纺织服装、烟酒和珠宝销售均显著增长。人寿保险保费、书刊杂志、体育器材、家具、建筑装饰材料、通讯器材同比增幅下降。

**图表19. 各板块消费增速，同比%**




注：人寿保费数据截至 2018 年 3 月；其他截至 2018 年 4 月
资料来源：Wind，华泰香港研究预测

## 人才引进政策可能会刺激消费

一些城市政府在过去几个月宣布了优惠政策，旨在吸引人才以及提高城市的长期竞争力。这些城市包括天津、武汉、成都、青岛、郑州、西安等新一、二线城市。其政策举措主要有两种：1）直接降低目标人才的生活成本，包括提供住房补贴、人才公寓，或给予购房优惠；2）通过放宽户口政策，容纳人才子女教育，提供更好的医疗条件以及为就业和创业提供补贴等方式降低无形成本。我们认为，这些举措有望对当地消费产生积极的外溢效应。

**图表20. 部分城市引进优秀人才政策**

| City/province | Direct measures to lower housing expenses | Other intangible subsidies |
|---|---|---|
| Nanjing | No hukou restrictions on purchasing houses for high-level talents<br>Monthly rental subsidies for undergraduate, postgraduate, and PhD degree holders of RMB600, RMB800, and RMB1,000, respectively | Hukou eligibility for talents with college degrees and who are under age 40 |
| Hangzhou | Maximum rental subsidy of RMB4k per month | Hukou eligibility for talents with postgraduate degrees and who are under age 45 |
| | Maximum subsidy of RMB1mn for housing purchases | Subsidies for start-up or employment within one year after graduation are RMB20k and RMB30k for holders of postgraduate degrees and PhD holders, respectively |
| Xi'an | Provide apartments to talents and subsidies to high-level talents for rental or housing purchases | Hukou eligibility for talents with college degrees and who are under age 45 |
| Chengdu | Provide apartments to talents | Hukou eligibility for talents with college degrees and who are under age 45 |
| | Monthly subsidies of RMB3,000 for qualified talents for three years | Better access to health care for qualified talents<br>Accomodative policies for the education of qualified talents' children and for the employment of their spouses |
| Hainan | No restrictions on purchasing houses and provide rental subsidies for qualified talents | Accomodative policies for the education of high-level talents' children |
| | Provide rent-free apartments to high-level talents, and grant home property rights for high-level talents after eight years | Hukou eligibility for people with college degrees |
| Changsha | Subsidies for purchasing houses are RMB30k and RMB60k for postgraduate degree holders and PhD holders respectively | Hukou eligibility for talents with college degrees and who are under age 35 |
| Wuhan | Provide talent-apartments for graduated students<br>Qualified graduates enjoy 20% discount when purchasing or renting houses | Guidance on minimum annual salary standard for college students, eg, RMB60k and RMB80k for holders of postgraduate degrees and PhD holders |
| Qingdao | Rental subsidies are RMB800 and RMB1,200 per month for postgraduate degree holders and PhD holders, respectively | Hukou eligibility of talents with college degrees |

资料来源：新闻整理，华泰香港研究

## 精选新经济

在 2018 年度展望报告中，我们强调新经济是 2018 年的一个关键主题，看好作为新经济代表的医疗保健板块，并强调互联网行业潜在的估值收缩。今年迄今为止，医疗保健板块表现强劲，并推动 2011 年以来的预期 PE 达到历史最高水平。软件行业的预期 PE 下调 10.6%，并且 2018 年至今表现略低于恒生指数。

我们认为，香港交易所的 IPO 改革以及大量即将上市的新经济公司将维持市场兴趣，但可能会稀释现有新经济上市公司的流动性。如果市场情绪不强并且新上市公司估值过高，情况将尤其如此。

2017 年，新经济领域的 IPO 获得了强劲的动能，并且在上市首日以及之后直到年底的平均价格表现强劲。详情请参阅 2017 年 IPO 回顾。然而，今年市场环境与去年差异较大，国内投资者态度更为谨慎，对于海外投资者来说，无风险利率以及美元价格更高。令人担忧的是，在过去几个月许多亮眼新经济企业 IPO 的股票价格大幅下跌，市场可能对估值较高的新经济上市公司表现出较低热情。

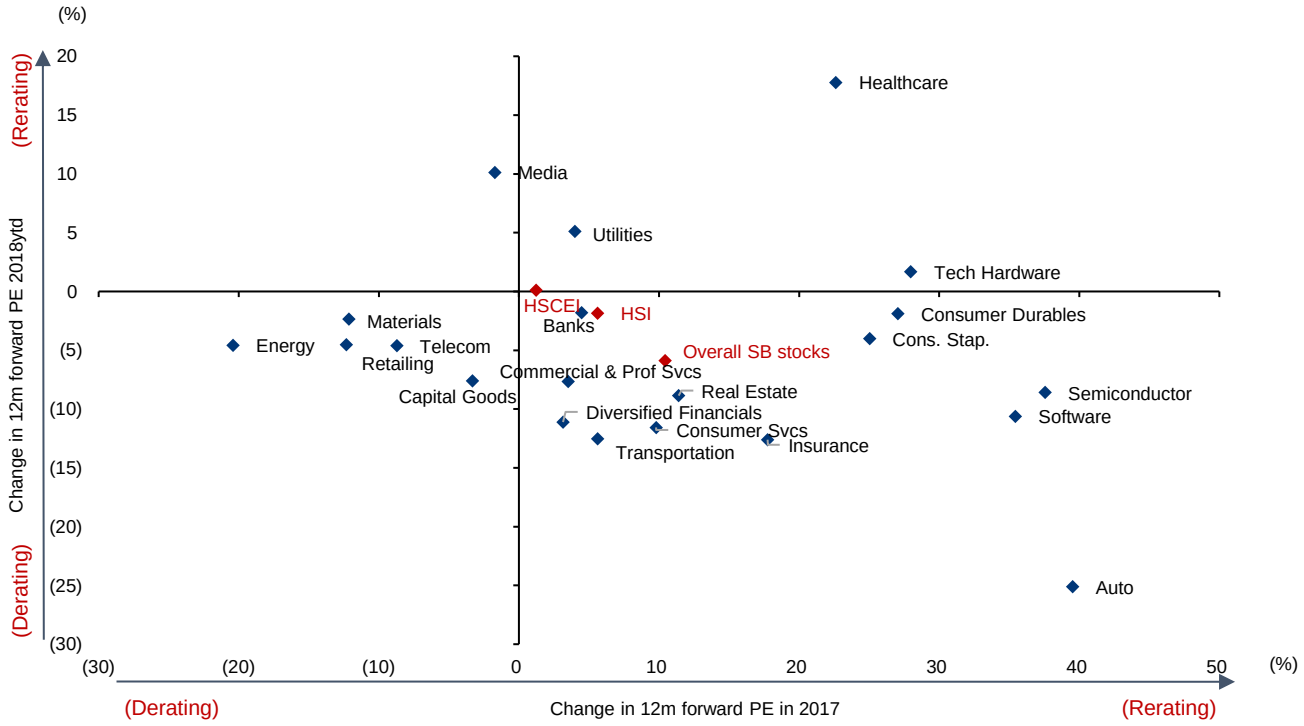
我们认为，香港股市的改革和更多新经济公司上市是长期的积极催化剂，可以改善市场结构和估值。然而，由于近期一些亮眼新兴经济企业 IPO 表现不佳，市场情绪较为谨慎，我们认为投资者应谨慎选择新经济企业。

## 估值逆转揭示机会

大部分行业在 2018 年与 2017 年相比出现了估值逆转。去年估值扩张最大的行业，如汽车、半导体、软件、必需消费品、保险和房地产行业，今年迄今都经历了程度较大的估值收缩。我们认为，在市场因各种担忧而对其进行抛售之后，这些行业的部分标的已经出现买入价值。

在 2017 年及 2018 年至今，医疗保健行业是唯一体现显著连续价值重估的行业，预示未来数月估值大幅提升存在一定阻力。

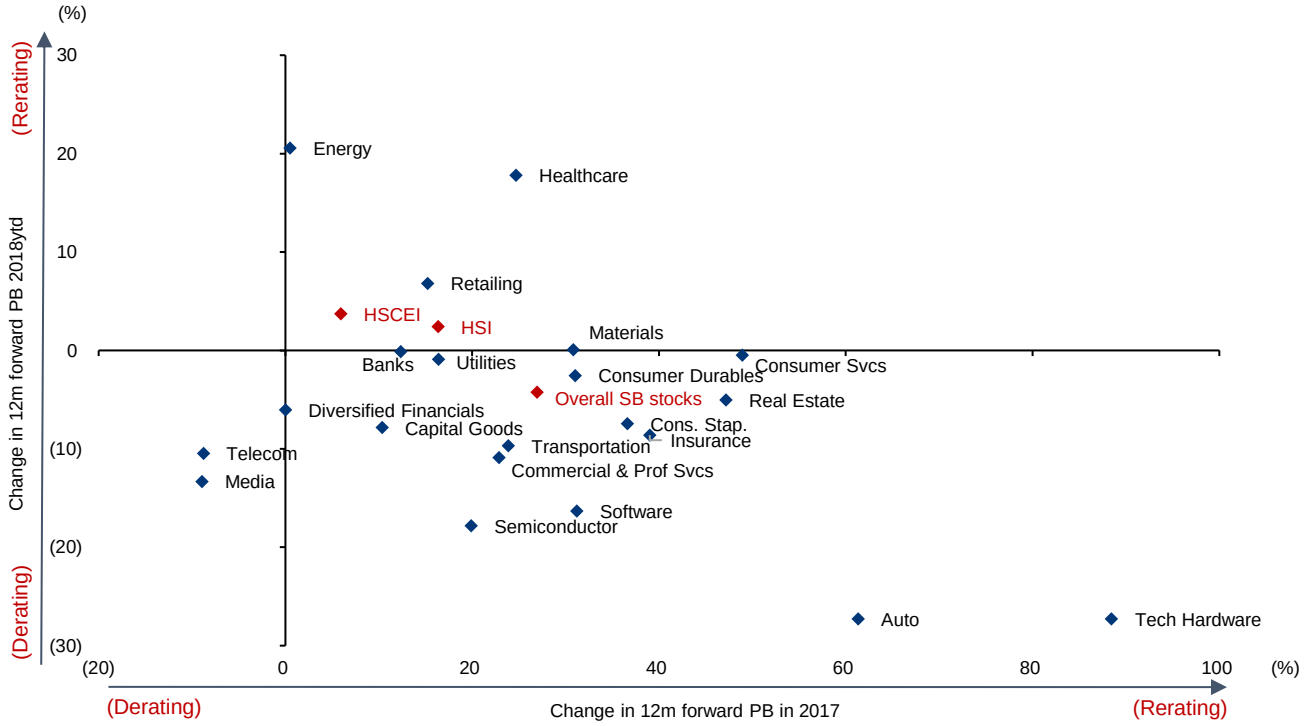
**图表21. 2018 年至今多数行业出现估值逆转**




注：数据截至 5 月 18 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

**图表22. 2018 年至今多数行业出现估值逆转**




注：数据截至 5 月 18 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

## 指数目标点位和风险分析

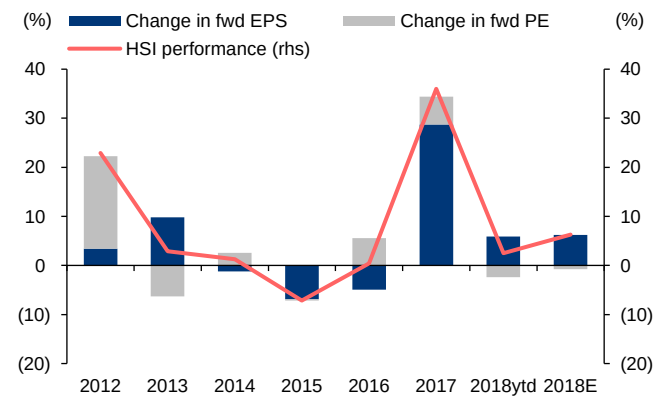
我们将恒生指数 2018 年目标点位小幅上调至 32,600 点，以体现强劲的 2017 年业绩及我们更加谨慎的估值立场。由于业绩强劲和新增 P 股及红筹股的估值较高导致估值改善，我们将恒生国企指数的 2018 年基准情形目标点位维持在 13,500 点。从目前的水平来看（截至 5 月 23 日），我们基准情形下的目标点位表明恒生指数上涨 6.3%，恒生国企指数上涨 11.7%。

上行风险：1）政府主导资金支持高端制造业，可能会提振制造业投资；2）利好消费政策可能促进消费者购买；3）通货膨胀高于预期，可能转化为下游行业更高的利润率；4）国内流动性状况的改善有望提高投资者风险偏好。

下行风险：1）美国加息速度快于预期以及 10 年期美国国债收益率快速上扬可能进一步压低估值水平; 2）由于港币流动性过于紧张以及香港银行同行业拆借利率过高，香港房地产市场可能出现风险; 3）美元指数上涨可能持续降低新兴市场的吸引力；4）国内流动性过于收紧，或会对经济复苏产生不利影响；5）全球经济复苏弱于预期，贸易紧张的局势可能会对出口产生不利影响。

乐观情形下，我们认为，恒生指数和国企指数可能分别站上 34,000 点和 14,000 点；悲观情况下，我们认为恒生指数和恒生国企指数分别为 30,000 点和 12,600 点。

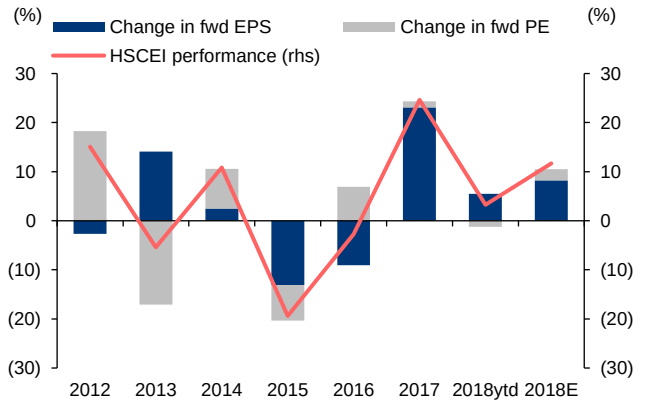
**图表23. 基准情形下恒生指数 2018 年目标点位: 32,600**




注: 数据截至 5 月 23 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

**图表24. 基准情形下国企指数 2018 年目标点位：13, 500**




注: 数据截至 5 月 23 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

## 行业推荐和首选股票

鉴于我们之前的分析，我们认为得益于增长质量的稳固改善，尾部风险下降及消费增长具有韧性，市场有望在 2018 年剩余时间内获得稳健增长，并且在估值逆转之后，部分行业已经出现买入价值。但由于融资成本快速上涨，我们并不看好拥有高杠杆率的小型公司。

我们看好：1）必选消费，部分香港本地零售商和服装龙头，因其将受益于未来家庭支出持续的结构转变和消费增长前景稳健;2）银行，由于金融降杠杆导致尾部风险降低以及流动性收紧导致贷款利率较高，银行的净息差和净资产收益率有望改善；3）互联网龙头，因其平台优势较强，且由于市场信心疲弱导致估值已显著调整;4）石油企业，因其有望受益于近期油价走强。

我们也看好：1）汽车行业部分标的，因其在 2018-19 年将增长稳定，估值具有吸引力和有望受益于政策负担减轻;2）医疗保健龙头，我们预计未来几个季度将出现强劲增长以支持其目前估值；3）部分半导体厂商，由于国内需求旺盛和估值吸引力较强;4）工业废物行业部分标的，因其有望受益于严格的环保政策以及市场参与者数量有限。

我们的策略首选股票包括华晨中国、李宁、周大福、中石油、招商银行、中信银行、石药集团、海螺创业、腾讯和华虹半导体。

**图表25. 策略首选股票**

| Ticker | Name | Industry Group | Rating | Total mkt cap (USDmn) | Price (HKD) | Target price (HKD) | 2018E PE (x) | 2018E EPS growth (%) | 2018E PB (x) | 2018E ROE (%) | 2018E div yield (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1114 HK | Brilliance China Auto | Auto | BUY | 9,708 | 15.10 | 25.00 | 8.0 | 77.3 | 1.9 | 26.2 | 3.0 |
| 2331 HK | Li Ning | Consumer Durables | BUY | 2,527 | 9.08 | 9.90 | 24.9 | 40.3 | 3.2 | 13.6 | 1.2 |
| 1929 HK | Chow Tai Fook | Retailing | BUY | 13,405 | 10.52 | 10.60 | 22.7 | 18.4 | 3.0 | 13.6 | 2.6 |
| 857 HK | PetroChina | Energy | BUY | 226,106 | 6.24 | 8.00 | 15.8 | 157.5 | 0.8 | 4.9 | 6.6 |
| 3968 HK | CMB | Banks | BUY | 113,606 | 33.40 | 44.56 | 8.6 | 13.1 | 1.4 | 16.1 | 3.6 |
| 998 HK | China CITIC Bank | Banks | BUY | 46,080 | 5.70 | 6.66 | 5.0 | 10.4 | 0.6 | 11.5 | 6.4 |
| 1093 HK | CSPC Pharma | Pharma | BUY | 18,694 | 23.50 | 23.80 | 38.5 | 33.5 | 7.8 | 22.1 | 0.8 |
| 586 HK | Conch Venture | Capital Goods | BUY | 5,761 | 25.05 | 27.90 | 8.2 | 31.1 | 1.5 | 20.0 | 2.5 |
| 700 HK | Tencent | Software | BUY | 492,871 | 407.00 | 498.50 | 38.6 | 14.4 | 10.2 | 30.0 | 0.0 |
| 1347 HK | Hua Hong Semi | Semiconductor | BUY | 2,459 | 18.56 | 21.80 | 15.6 | 9.9 | 1.4 | 9.1 | 1.9 |

注：数据截至 5 月 24 日

资料来源：Factset，华泰香港研究预测

# 附录

**图表26. 港股通股票估值表**

| Sector | Mkt cap | PE (x) | | Net earnings growth (%) | | | PB (x) | | ROE (%) | | Div yield (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | weights (%) | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E |
| **Energy** | 3.7 | 10.3 | 10.2 | 163 | 55 | 2.1 | 1.0 | 1.0 | 8.3 | 8.1 | 5.0 |
| **Materials** | 2.2 | 8.2 | 7.2 | 101 | 37 | 10 | 1.2 | 1.1 | 14.0 | 14.1 | 4.2 |
| **Industrials** | 6.7 | 9.9 | 8.7 | 33 | 4.0 | 15 | 0.9 | 0.8 | 9.8 | 10.4 | 3.1 |
| - Capital Goods | 3.9 | 8.2 | 7.3 | 21 | 7.7 | 13 | 0.8 | 0.7 | 10.2 | 10.6 | 3.3 |
| - Commercial & Professional Svcs | 0.3 | 14.0 | 11.7 | 22 | 18 | 20 | 2.4 | 2.1 | 16.5 | 17.2 | 2.2 |
| - Transportation | 2.6 | 16.1 | 13.3 | 106 | (9.5) | 23 | 1.2 | 1.1 | 8.6 | 9.8 | 2.9 |
| **Consumer Discretionary** | 9.9 | 16.7 | 13.9 | 5.6 | 26 | 19 | 2.7 | 2.4 | 15.9 | 17.2 | 2.8 |
| - Automobiles & Components | 2.0 | 10.0 | 8.2 | 3.6 | 28 | 19 | 1.9 | 1.6 | 16.9 | 17.5 | 2.5 |
| - Consumer Durables & Apparel | 2.4 | 16.8 | 14.1 | 0.4 | 20 | 18 | 2.4 | 2.2 | 15.0 | 16.6 | 2.9 |
| - Consumer Services | 4.1 | 24.0 | 20.2 | 3.1 | 27 | 18 | 4.5 | 4.1 | 19.5 | 20.3 | 3.0 |
| - Media | 0.4 | 31.8 | 24.3 | 19 | 151 | 30 | 2.5 | 2.3 | 8.4 | 10.1 | 2.6 |
| - Retailing | 1.1 | 15.2 | 12.6 | 37 | 21 | 20 | 1.8 | 1.7 | 10.6 | 13.6 | 2.7 |
| **Consumer Staples** | 3.4 | 21.3 | 18.5 | 18 | 18 | 16 | 2.9 | 2.7 | 13.8 | 14.8 | 2.0 |
| - Food & Staples Retailing | 0.3 | 24.9 | 23.0 | 8.6 | 5.9 | 8.5 | 3.0 | 2.8 | 12.8 | 13.0 | 1.6 |
| - Food, Beverage & Tobacco | 2.8 | 21.5 | 18.5 | 22 | 22 | 17 | 2.8 | 2.6 | 13.2 | 14.3 | 1.9 |
| - Household & Personal Products | 0.3 | 17.4 | 15.8 | 5.5 | 5.9 | 10 | 3.9 | 3.6 | 23.9 | 24.2 | 3.8 |
| **Healthcare** | 3.3 | 27.2 | 22.8 | 45 | 4.4 | 18 | 3.4 | 3.0 | 13.2 | 13.9 | 1.0 |
| - Pharmaceuticals, Biotechnology | 2.7 | 30.9 | 25.7 | 45 | 2.7 | 20 | 3.9 | 3.5 | 13.6 | 14.4 | 0.9 |
| - Health Care Equipment & Svcs | 0.6 | 15.4 | 13.2 | 46 | 7.7 | 14 | 1.7 | 1.6 | 12.5 | 12.9 | 2.1 |
| **Financials** | 29.3 | 8.9 | 8.1 | 11 | 9.4 | 11 | 1.1 | 1.0 | 12.3 | 13.0 | 4.1 |
| - Banks | 20.1 | 7.9 | 7.2 | 8.6 | 7.5 | 10 | 0.9 | 0.9 | 12.6 | 12.9 | 4.8 |
| - Diversified Financials | 2.9 | 10.6 | 9.2 | (3.5) | 30 | 15 | 1.3 | 1.1 | 8.0 | 11.4 | 3.7 |
| - Insurance | 6.4 | 13.8 | 11.9 | 36 | 12 | 16 | 1.9 | 1.7 | 14.2 | 15.1 | 2.2 |
| **Information Technology** | 15.8 | 30.9 | 23.1 | 81 | 14 | 27 | 5.5 | 4.6 | 4.9 | 19.9 | 0.6 |
| - Software & Services | 13.1 | 36.4 | 27.6 | 102 | (2.1) | 31 | 8.4 | 6.6 | 25.7 | 26.1 | 0.3 |
| - Tech Hardware & Eqpt | 2.1 | 18.0 | 12.2 | 102 | 22 | 21 | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 14.7 | 2.6 |
| - Semiconductor | 0.6 | 15.2 | 13.5 | 22 | (2.7) | 13 | 1.4 | 1.3 | 9.5 | 10.1 | 1.8 |
| **Utilities** | 4.8 | 15.2 | 14.0 | 5.0 | 15 | 11 | 1.7 | 1.6 | 11.2 | 11.3 | 3.2 |
| **Telecom** | 6.4 | 12.1 | 11.3 | 8.3 | 4.2 | 7.8 | 1.1 | 1.0 | 8.9 | 9.1 | 4.1 |
| **Real Estate** | 14.4 | 9.1 | 7.4 | 59 | (21) | 22 | 0.9 | 0.8 | 11.9 | 11.7 | 4.3 |
| **SB universe** | 100.0 | 11.8 | 10.4 | 24.6 | 7.6 | 13.0 | 1.3 | 1.2 | 11.0 | 12.3 | 3.2 |

注：盈利增长以人民币盈利预测计算；数据截至 5 月 24 日

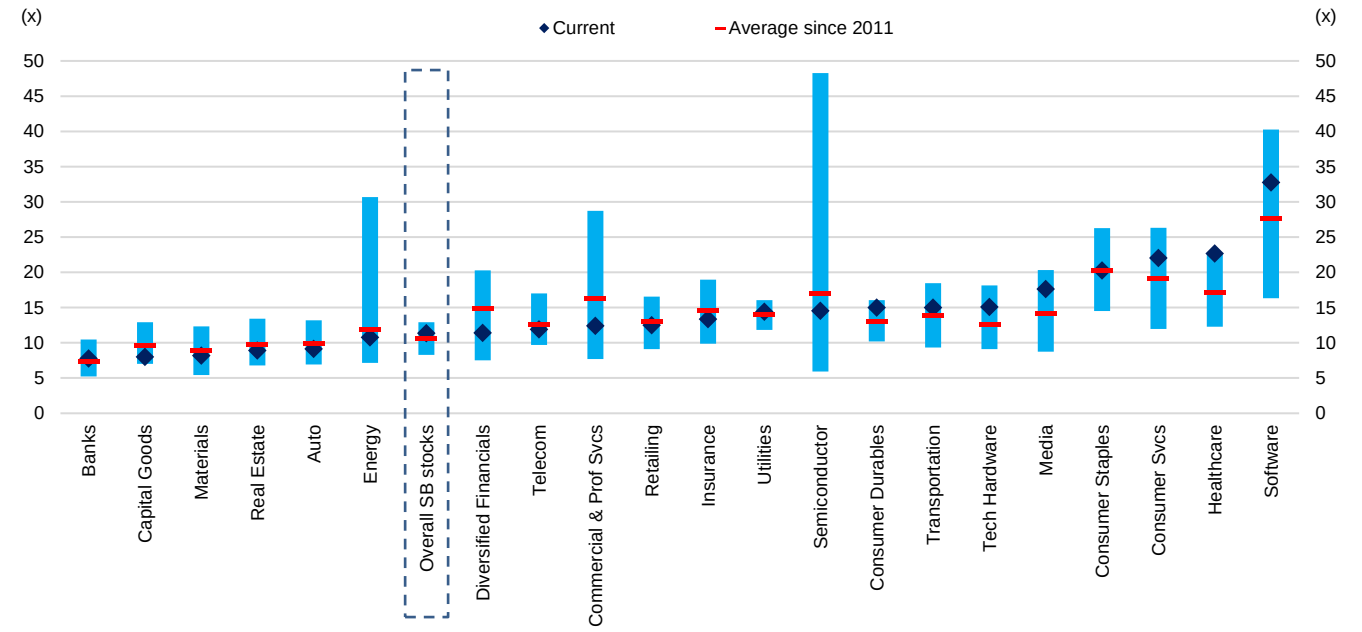
资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

**图表27. 中国公司估值表**

| Sector | Mkt cap weights (%) | No.of cos | PE (x) 2018E | PE (x) 2019E | Net earnings growth (%) 2017 | Net earnings growth (%) 2018E | Net earnings growth (%) 2019E | PB (x) 2018E | PB (x) 2019E | ROE (%) 2018E | ROE (%) 2019E | Div yield (%) 2018E | PEG (18E PE vs 17-19E CAGR) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Energy** | 3.8 | 21 | 10.3 | 10.1 | 166 | 54 | 2 | 1.0 | 1.0 | 8.5 | 8.2 | 5.0 | 0.4 |
| **Materials** | 2.7 | 56 | 8.2 | 7.2 | 153 | 32 | 10 | 1.2 | 1.1 | 14.8 | 14.0 | 4.3 | 0.4 |
| **Industrials** | 6.2 | 114 | 9.4 | 8.3 | 30 | 8.0 | 16 | 0.9 | 0.9 | 10.4 | 11.1 | 3.0 | 0.8 |
| - Capital Goods | 3.9 | 68 | 7.9 | 7.0 | 20 | 10 | 13 | 0.8 | 0.7 | 10.6 | 10.9 | 3.2 | 0.7 |
| - Commercial & Prof Svcs | 0.5 | 11 | 18.0 | 14.7 | 6.8 | 31 | 27 | 2.9 | 2.5 | 15.7 | 16.6 | 1.3 | 0.6 |
| - Transportation | 1.8 | 35 | 13.3 | 11.2 | 77 | 1.2 | 22 | 1.2 | 1.1 | 9.6 | 11.3 | 2.9 | 1.2 |
| **Consumer Discretionary** | 9.2 | 119 | 17.9 | 14.3 | 24 | 33 | 25 | 2.5 | 2.2 | 13.4 | 14.5 | 1.7 | 0.6 |
| - Automobiles & Components | 2.1 | 21 | 10.0 | 8.2 | 3.8 | 28 | 19 | 1.8 | 1.5 | 17.1 | 17.3 | 2.6 | 0.4 |
| - Consumer Durables & Apparel | 2.3 | 35 | 17.0 | 14.4 | 16 | 7.9 | 19 | 2.5 | 2.3 | 15.9 | 17.0 | 2.8 | 1.3 |
| - Consumer Services | 1.8 | 26 | 35.2 | 26.2 | 80 | 56 | 35 | 4.7 | 4.1 | 14.5 | 16.2 | 0.9 | 0.8 |
| - Media | 0.5 | 10 | 35.5 | 26.2 | (72) | 277 | 34 | 2.5 | 2.3 | 6.8 | 9.3 | - | 0.3 |
| - Retailing | 2.6 | 27 | 25.0 | 18.5 | 292 | 87 | 42 | 2.4 | 2.2 | 7.0 | 9.2 | 0.6 | 0.4 |
| **Consumer Staples** | 3.4 | 33 | 21.6 | 18.6 | 29 | 19 | 16 | 2.8 | 2.6 | 18.2 | 14.4 | 2.1 | 1.2 |
| - Food & Staples Retailing | 0.3 | 4 | 25.8 | 23.6 | 18 | 9.1 | 12 | 3.0 | 2.7 | 10.3 | 11.7 | 1.6 | 2.5 |
| - Food Beverage & Tobacco | 2.7 | 26 | 21.7 | 18.5 | 35 | 22 | 17 | 2.8 | 2.5 | 19.3 | 14.1 | 2.0 | 1.1 |
| - Household & Personal Products | 0.3 | 3 | 18.0 | 16.2 | 7.9 | 7.0 | 12 | 3.3 | 3.0 | 19.7 | 19.9 | 3.4 | 1.9 |
| **Health Care** | 3.8 | 53 | 31.5 | 27.3 | 36 | 4.8 | 20 | 3.3 | 3.0 | 12.2 | 13.1 | 1.0 | 2.6 |
| - Pharmaceuticals, Biotechnology | 3.0 | 35 | 37.3 | 30.1 | 35 | 2.7 | 22 | 3.8 | 3.4 | 12.3 | 12.9 | 0.9 | 3.1 |
| - Health Care Eqpt & Svcs | 0.7 | 18 | 15.5 | 19.0 | 39 | 8.9 | 14 | 1.8 | 1.6 | 11.9 | 13.6 | 2.0 | 1.3 |
| **Financials** | 19.4 | 80 | 7.1 | 6.4 | 6.9 | 8.6 | 11 | 0.9 | 0.8 | 13.4 | 13.4 | 4.3 | 0.7 |
| - Banks | 13.7 | 25 | 6.4 | 5.8 | 3.4 | 7.4 | 10 | 0.8 | 0.8 | 13.4 | 13.4 | 4.8 | 0.7 |
| - Diversified Financials | 2.1 | 45 | 7.5 | 6.5 | 14 | 8.1 | 16 | 0.9 | 0.8 | 10.6 | 11.3 | 4.3 | 0.6 |
| - Insurance | 3.6 | 10 | 11.5 | 9.8 | 34 | 18 | 16 | 1.6 | 1.4 | 16.3 | 15.4 | 2.5 | 0.7 |
| **Information Technology** | 32.9 | 79 | 30.9 | 23.0 | 57 | 24 | 29 | 5.8 | 4.7 | 17.6 | 19.6 | 0.3 | 1.2 |
| - Software & Services | 29.9 | 36 | 33.3 | 24.5 | 68 | 25 | 31 | 6.7 | 5.4 | 19.2 | 21.5 | 0.2 | 1.2 |
| - Technology Hardware & Eqpt | 2.0 | 30 | 16.0 | 12.6 | 65 | 28 | 20 | 2.4 | 2.1 | 13.6 | 14.8 | 2.1 | 0.7 |
| - Semiconductors | 1.1 | 13 | 14.6 | 12.4 | (21) | 1.8 | 18 | 1.1 | 1.0 | 7.9 | 8.6 | 1.3 | 1.5 |
| **Utilities** | 2.6 | 36 | 13.3 | 11.5 | (0.2) | 30 | 18 | 1.6 | 1.4 | 10.7 | 11.6 | 2.9 | 0.6 |
| **Telecommunication Services** | 6.2 | 7 | 11.9 | 11.2 | 5.7 | 7.4 | 8 | 1.1 | 1.0 | 8.9 | 9.2 | 4.0 | 1.6 |
| **Real Estate** | 9.8 | 89 | 7.6 | 6.0 | 62 | 7.0 | 26 | 1.1 | 0.9 | 12.1 | 17.6 | 5.0 | 0.5 |
| **Overall China Universe** | 100.0 | 687 | 12.7 | 10.9 | 22.4 | 13.8 | 14.5 | 1.6 | 1.5 | 12.5 | 13.2 | 2.5 | 0.9 |
| - Ex Banks | 86.3 | 662 | 15.2 | 12.6 | 42.7 | 18.8 | 17.6 | 1.9 | 1.7 | 11.9 | 13.0 | 2.1 | 0.8 |
| **China non-financials** | 80.6 | 607 | 15.8 | 13.1 | 47.8 | 20.0 | 17.9 | 2.0 | 1.8 | 11.6 | 12.9 | 2.0 | 0.8 |

Note: 包括在香港和美国上市的总市值超过 3 亿美元的中国公司; 数据截至 5 月 24 日
资料来源：Bloomberg，华泰香港研究

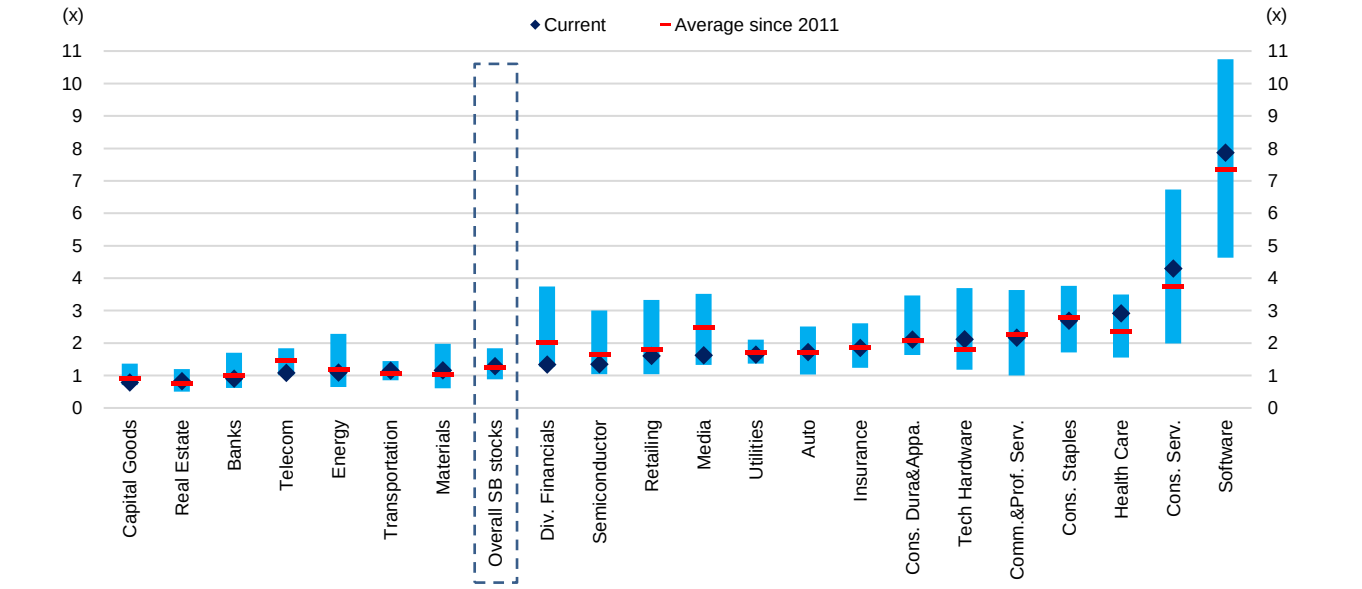
**图表28. 港股通板块：12 个月预期市盈率（当前 vs 自 2011 年以来的历史最高和最低水平）**




注：数据截至 5 月 18 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

**图表29. 港股通板块：12 个月预期市净率（当前 vs 自 2011 年以来的历史最高和最低水平）**




注：数据截至 5 月 18 日

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 中性（维持）

# 2018 年下半年汽车行业展望：买入时机来临

林志轩
研究员
+86 21 2897 2090
zhixuan.lin@htsc.com

## 投资要点

考虑到汽车行业增长前景与较低估值，我们认为该行业吸引力日渐提高。今年以来，由于市场担忧中国宏观经济可能放缓以及政策不确定性，我们覆盖的汽车个股价格下跌了 8%，跑输恒生指数（上涨 4%）。我们认为股价回调提供了很好的买入时机，我们在汽车制造商中的首推个股为广汽集团、华晨中国、北京汽车和长城汽车。我们对覆盖的所有汽车经销商个股均给予“买入”评级。

## 对宏观经济的担忧导致汽车股表现不佳

截至 5 月 11 日，我们覆盖的汽车个股价格今年以来下跌了 8%，跑输恒生指数（上涨 4%）。我们认为疲弱表现的原因有：1）对中国宏观经济放缓的担忧可能有损消费者信心和汽车消费支出；2）政策不确定性，包括可能降低进口汽车的关税，取消外资车企在合资企业的持股限制，这可能会影响中国汽车产业的整体盈利水平。

## 2018 年三大趋势

我们看到 2018 年中国私家车市场有三大主要趋势：1）由于汽车购置税不再减免，2018 年整体需求保持疲软。2018 年税率已从 2017 年的 7.5%上调至 10%的正常水平，导致消费者提前购车，产生了高基数效应；2）在需求放缓的背景下，预计不同汽车制造商的销售表现会出现巨大分化。处于强车型周期的制造商表现将会超越同行；3）消费升级趋势预计将在所有主要细分领域继续显现，比如消费者升级他们的汽车。

## 2018 年前四个月汽车需求超预期

乘用车销量在 4M18 同比上升了 5%，表现坚挺且超出我们的预期。受消费升级驱动，豪车品牌的销量继续大幅超越整体乘用车市场。1Q18，七大豪华车品牌（奥迪、宝马、奔驰、雷克萨斯、捷豹路虎、沃尔沃和保时捷）的销量同比增长 22%，我们预计这一强劲势头将延续下去。

## 估值接近历史低点

中国计划将进口汽车的关税从 25%下调（我们预计将下调至 10-15%），并将外资车企在国内合资企业的持股限制提高至 50%以上。消息一出，汽车个股的股价大跌。我们认为市场过度担忧，因为进口汽车仅占中国乘用车市场的 5%左右，关税下调带来的影响将非常有限。国际汽车制造商需要本地合作伙伴的支持，因此国有汽车集团能够从国际品牌需求的增长中分一杯羹。部分汽车个股的估值，尤其是广汽集团、华晨中国、北京汽车，都接近历史低点，我们认为这带来了很好的买入时点。

## 汽车经销商：售后服务利润贡献上升

我们对覆盖的所有汽车经销商个股给予“买入”评级。高利润率的售后服务带来的利润贡献不断增加，使得经销商的盈利增长与过去相比趋于稳定。我们认为经销商的估值在今后将逐步提升。

英文报告全文：China Auto & Auto Parts — Road ahead 2H18: buying opportunity（2018.05.15）

## 重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| **Manufacturers** | | | |
| BCA | 1114 HK | 25.00 | BUY |
| GAC | 2238 HK | 24.00 | BUY |
| BAIC | 1958 HK | 13.00 | BUY |
| GWM | 2333 HK | 11.00 | BUY |
| Geely | 175 HK | 26.60 | HOLD |
| BYD | 1211 HK | 48.00 | SELL |
| **Dealers** | | | |
| Yongda | 3669 HK | 16.50 | BUY |
| Zhengtong | 1728 HK | 10.00 | BUY |
| Baoxin | 1293 HK | 5.60 | BUY |
| Zhongsheng | 881 HK | 29.00 | BUY |
| Harmony | 3836 HK | 6.00 | BUY |
| Meidong | 1268 HK | 4.50 | BUY |

资料来源：华泰香港研究预测

原报告发布于 2018 年 5 月 15 日

華泰金融控股（香港）有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 增持（维持）

# 实体经济需求强劲，预期净息差和不良率改善将至

陈姝瑾，CFA +852 3658 6231
研究员 chenshujin@htsc.com
何翔 +852 3658 6275
研究员 alfredhe@htsc.com
杨烨 +852 3658 6234
研究员 yettayang@htsc.com

## 社会融资总量超预期；维持“增持”

四月份新增社会融资人民币 1.56 万亿元，新增贷款人民币 1.18 万亿元（彭博一致预期分别为人民币 1.35 万亿元和人民币 1.10 万亿元），大幅缓解市场对实体经济需求的担忧。我们预期监管在打压影子银行的同时或将略放宽贷款额度，因此我们提升 2018 新增贷款预期至人民币 15.0 万亿元，即贷款余额全年同比增 12.5%。M2 同比增速从三月份的 8.2%上升至 8.3%，存款增速从三月份的 8.7%回升至 8.9%，一定程度上受益于央行降准。我们预期在新增贷款利率快速上升、贷款占比提升、以及同业利率趋稳的情况下，2-4Q18 将会出现温和的净息差扩张。不良率季环比爬升 0.3 个基点至 1.75%，主要是由于更严格的不良确认。我们预期在不良处置的加速驱动下，行业不良率将在 3Q18 之前下降，这将成为港股银行业 PB 回升的催化剂。维持行业“增持”评级，我们的首选为中信银行（全年），招行（长期）以及建行（四大行首选）

## 需求坚挺，上调 2018 年贷款预测

企业融资需求旺盛，体现在长期企业贷款（人民币 4,670 亿元）和企业债券融资（人民币 3,780 亿元）均保持强劲。短期居民消费贷也成为了贷款增长的主要驱动力（占总贷款的 14.8%）——银监会数据显示 1Q18 信用卡贷款余额同比增 34.7%。一月份至四月份的新增贷款达人民币 6.0 万亿元（2017 年同期为人民币 5.3 万亿元）。我们预期在强劲融资需求及监管对表外融资的打压下，央行将通过窗口指导略微放宽贷款额度，因此我们将 2018 新增贷款预期从人民币 14.3 万亿元提升至人民币 15.0 万亿元（2017 年为人民币 13.5 万亿元），即贷款余额全年同比增 12.5%（2017 年为同比增 12.8%）。

## 预期净息差将在 1Q18 后温和扩张

据央行数据，净息差在 1Q18 下滑至 2.08%（2017：2.10%），大部分银行（除国有银行外）出现净息差收窄情况，主要是由于在 1 月 1 日实行了 IFRS9（平均降低港股上市股份制银行净息差 20 个基点，区域型银行也受到影响）及受季节性因素影响。不过，我们预期净息差将在 2Q-4Q18 实现温和扩张，原因是贷款利率攀升能抵消存款成本提升的影响（基于强劲贷款需求），而同业利率相对维持平稳。三月企业/按揭贷款平均利率提升至 6.01/5.42%，较 2017 年 12 月提升 21/16 个基点。不过，我们认为银行投资收益率或将受债券利率下滑影响。

## 预期不良率将下降

一季度末商业银行不良率季环比提升 0.3 个基点至 1.75%，在我们看来这主要是因为更严格的不良确认：1）不良确认较严格的国有银行/股份行不良率季环比下滑 3/1 个基点，但农商行（不良确认较宽松）不良率季环比提升 10 个基点（4Q17 提升 21 个基点）；以及 2）我们覆盖的银行的 1Q18 净不良生成率与 2017 年末大于 90 天逾期贷款/不良贷款的比率呈现高度相关。我们预期在不良生成趋稳，不良确认严格及拨备要求下调令不良处置的加速驱动下，不良率将下降。此外，M2 及贷款增速恢复将缓解近期企业流动性紧张的情况。拨贷比季环比提升 18 个基点至 3.34%，不良覆盖率季环比提升 9.9 个百分点至 191.3%。

英文报告全文：China Banking — Strong real economy demand, expect improving NIM and NPL (2018.05.14)

## 重点推荐

| Company | Code | Price | Rating |
|---|---|---|---|
| **SOE banks** | | | |
| ICBC | 1398 HK | 7.47 | HOLD |
| CCB | 939 HK | 9.52 | BUY |
| BOC | 3988 HK | 4.91 | BUY |
| BoCom | 3328 HK | 6.85 | HOLD |
| PSBC | 1658 HK | 6.04 | BUY |
| **Joint-stock banks** | | | |
| CMB | 3968 HK | 44.56 | BUY |
| CITIC | 998 HK | 6.66 | BUY |
| Minsheng | 1988 HK | 8.85 | BUY |
| CEB | 6818 HK | 4.25 | HOLD |
| **Municipal banks** | | | |
| CQRCB | 3618 HK | 7.24 | BUY |
| Huishang | 3698 HK | 4.09 | HOLD |
| BoCQ | 1963 HK | 7.00 | HOLD |

资料来源：华泰香港研究预测

## 行业走势图

资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 14 日*

華泰金融控股（香港）有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 增持（维持）

# 2018 年下半年展望：稳固供需格局支撑强劲前景

王帅 研究员 +86 21 2897 2099 bruce.wang@htsc.com

龚劼 研究员 +86 21 2897 2097 gongjie@htsc.com

李海鹏 研究员 +86 21 2897 2033 lihaipeng@htsc.com

郁晾 研究员 +86 21 2897 2201 yuliang@htsc.com

## 2H18 延续强劲前景

1H18 中国水泥行业的强劲势头已获得有力支撑，得益于持续低库存以及 3 月底以来的价格强势上涨，大多数水泥厂商的吨毛利将达到历史高点。展望 2H18，我们预计强劲的供需格局将持续，足以令价格基本保持在当前的高点。下半年值得关注的两大变量：1）6-8 月份的限产，以避免较大的季节性波动，以及 2）临近 4Q18 的空气质量问题，尤其是在安徽，当地政府将努力防止连年表现不佳，可能导致错峰停产严于预期。我们基于 2H18 的稳固前景重申对中国水泥板块的“增持”评级。中国建材（3323 HK，“买入”，目标价 11.3 港币）、海螺水泥（914 HK，“买入”，目标价 58.0 港币）以及华润水泥（1313 HK，“买入”，目标价 11.0 港币）是我们行业内的首选。

## 终端需求稳定，旺季缩短使供应紧张局势加剧

尽管基建投资增速相比去年小幅放缓，由于在大部分开发商库存较低的情况下房地产投资将较为稳健，我们预计 2H18 终端需求将同比持稳。事实证明，冬季及重要会议期间建筑工作面临的更多限制在更短时间内带来了更强大的需求，使供应紧张的局势更加严峻。1Q18 需求进一步走软的同时，全国水泥产量同比下降 4.5%，主要由于：1）1 月份全国范围内出现降雪；2）春节时间较晚；以及 3）3 月份“两会”召开导致建筑工作推迟。不过，4 月份市场强势回归，某些主要水泥厂商的月销量达到历史高点，甚至高于 11-12 月份的传统旺季。

## 从供给控制中获益更多

受近年来实施的新增产能限制政策影响，新增产能持续减少，且这些极少数的新增产能大部分位于地域需求强劲的华南地区。在华北地区，对改善空气质量的空前关注所推动的错峰停产大大缓和了行业内产能过剩的问题，并促使供需格局实现再平衡。这种做法如今正被更多的地方政府采用。同时，产业协同渐入佳境，2014-2015 年的困难时期使生产商更加坚定了通过以下做法朝当前方向继续前进的决心：1）相比产量更加注重维持价格稳定；2）主要生产商通过共同限制熟料销售与粉磨站竞争，而非彼此正面交锋。

## 行业盈利水平将创新高

基于对强劲供需格局的展望，我们预计除去季节性微调，水泥价格将基本稳定在当前的高水平。由于水泥价格走势的强劲程度已经超过 2011 年（有史以来最强劲一年），我们预计 2H18 基本保持稳定的水泥价格将能绰绰有余地使行业盈利能力达到年度新高。如果空气质量问题导致某些地区的停产严于预期，可能会有正面惊喜。主要风险提示：由于房地产限购趋严，地产需求弱于预期。

英文报告全文：
China Construction Materials — Road ahead 2H18: solid supply-demand underpins strong outlook (2018.05.21)

## 重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| Conch Cement | 914 HK | 58.0 | BUY |
| BBMG | 2009 HK | 4.3 | BUY |
| CR Cement | 1313 HK | 11.0 | BUY |
| CNBM | 3323 HK | 11.3 | BUY |

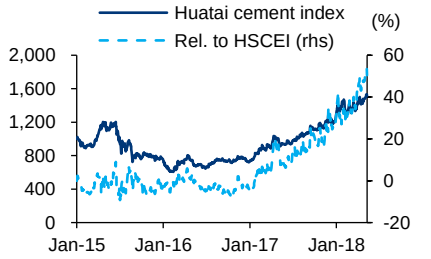
资料来源：华泰香港研究预测

## 中国建材：主要预测更新

| | New | Old | Chg (%) |
|---|---|---|---|
| TP (HKD) | 11.3 | 11.3 | - |
| Rating | BUY | BUY | |
| Revenue 2018E (RMBmn) | 201,076 | 135,918 | 47.9 |
| Net profit 2018E (RMBmn) | 9,650 | 6,318 | 52.7 |
| Revenue 2019E (RMBmn) | 204,886 | 137,406 | 49.1 |
| Net profit 2019E (RMBmn) | 10,261 | 6,587 | 55.8 |

资料来源：华泰香港研究预测

## 行业走势图




资料来源：华泰香港研究预测

原报告发布于 2018 年 5 月 21 日

華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ：增持（维持）

# 2018 年下半年钢铁行业展望：价格波动，但盈利水平将得到延续

王帅 研究员 +86 21 2897 2099 bruce.wang@htsc.com

杨轩 研究员 +86 21 2897 2239 yangxuan@htsc.com

许晟洁 研究员 +86 21 2897 2033 xushengjie@htsc.com

## 产能利用率承压，需求稳定；盈利水平可持续

我们相信 2H18 市场供需将受三大因素影响：1）高炉利用率；2）来自电弧炉新增产能的产量；3）需求的稳定性。我们认为 2H18 供需将大体平衡，而行业利润率将维持在较高水平，但也会出现一定的波动。供给方面，我们预计严苛的环保政策将持续，压制高炉产能利用率，而随着新增产能的逐步释放，2H18 电弧炉新增产量将持续上升。在需求方面，尽管 PPP 政策收紧，但由于房地产库存较低且基建投资稳定，我们预计需求将保持稳定。我们维持对中国钢铁行业的“增持”评级，以及对鞍钢股份（347 HK, 目标价 10.3 港币）和马鞍山钢铁（323 HK, 目标价 5.8 港币）的“买入”评级。

## 严苛的环境管制令产量受限

我们看到，3 月 15 日冬季供暖结束后仍存在高炉限产的现象。包括邯郸、唐山和徐州在内的许多城市已经出台错峰生产或环保计划，这些计划大幅延长了限产时间。因此，我们尚未看到且预期不会看到高炉产能利用率全面复苏至先前水平。我的钢铁网数据显示，4 月平均高炉产能利用率（剔除已退出产能）达到 81.2%，较 3 月上升 3 个百分点，而相比 2017 年 4 月的 90.3%下降了 9.1 个百分点，相比 2017 年 9 月冬季减产前的 90.4%也有所下降。对于产能利用率从当前水平回升至 85%造成的供给压力，我们认为铁水将部分取代转炉中的废铁使用，从而降低其对有效产量增长的影响。

## 预计新增电弧炉产能不会损害行业盈利

据我的钢铁网预测，随着产能利用率的提升与新产能的释放，2018 年电弧炉总产量将提升 2,000 万吨，达到 1 亿吨。尽管电弧炉产量增长可能限制钢价的上行空间，我们相信电弧炉操作的灵活性将使之成为行业供给以及长流程钢厂利润的调节器。目前，电弧炉平均每吨利润比长流程吨钢利润低人民币 600 元以上。因此，当钢价下跌时，电弧炉将比长流程钢厂更早达到盈亏平衡点，而其灵活性能使其迅速减产，从而提供价格支撑。另一方面，价格反弹时电弧炉可以迅速恢复生产，从而限制价格的上行空间。

## 产能置换限制总体产能，无须过虑

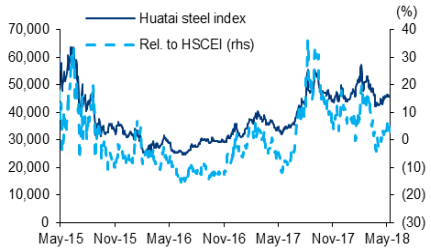
今年年初工信部宣布了钢铁行业产能置换方案，任何形式的新增钢铁产能均受产能置换政策制约，要求其进行相应的产能退出。工信部明确细化了具体措施，避免违规操作，1）受该政策制约的产能类型必须确保所有形式的潜在净新增产能都要有相应的现有产能置换；2）“1 个必须+6 个不得”决定退出产能的合法性，以确保没有重复计数或以非法产能换取合法产能的行为；3）产能置换比例上限设定在 1:1；4）规范产能退出确认的标准，以确保在新项目启动运营之前实行产能退出。

## 重点推荐

| Company | Code | Price | Rating |
|---|---|---|---|
| Magang | 323 HK | 5.8 | BUY |
| Angang | 347 HK | 10.3 | BUY |

资料来源：华泰香港研究预测

## 行业走势图




资料来源：华泰香港研究预测

原报告发布于 2018 年 5 月 21 日

華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 增持（维持）

# 2018 年下半年展望：旺季来临支撑煤炭价格

王帅 +86 21 2897 2099
研究员 bruce.wang@htsc.com
杨轩 +86 21 2897 2239
研究员 yangxuan@htsc.com
许晟洁 +86 21 2897 2033
研究员 xushengjie@htsc.com

## 供需格局更趋平衡，季节效应显现

我们再次强调对行业的全年观点：供给逐渐放松将令 2018 年供需条件更趋平衡并凸显季节性效应。我们预计原煤产量可稳定在当前的水平，而 2018 年下半年需求侧的边际变化将推动煤价上涨。我们预计煤炭价格将于六月到八月间的夏季用煤旺季走强，不过可能不会到达今年一季度的价格水平，因水电贡献有所提升。九月份至十月份期间价格或出现回调，重回绿色区间，随后动力煤价格或在十一到十二月份的冬季采暖季期间再次见顶，有可能突破人民币 700 元/吨的水平。我们对动力煤全年价格预测维持在人民币 620 元/吨。由于估值较低，我们对中国煤炭开采板块维持“增持”评级，首选为兖州煤业（1171 HK, 目标价 17.0 港币）。

## 供给同比增速加快，但主要受到低基数影响

我们预计 2018 年下半年，煤炭产量同比增速加快；不过，这主要是 2017 年下半年基数较低导致的，不应解读成供应快速扩张。由于陕西省和内蒙古自治区“煤管票”额度的管控收紧、内蒙古自治区用于露天开采矿山的危爆物品使用限制，山西省多次煤矿事故导致停产，及中共十九大会议前更为严格的安全检查，原煤产量自去年七月份至十月份出现了明显下滑。目前，可能导致煤炭供应增加的三方面影响已充分体现，包括：1）新增产能；2）现有煤矿的新增产能核准；3）生产扰动减少；这说明年内供应上升空间有限，因此我们预计产量月环比增速将保持平稳。

## 监管干预成为常态

由于发改委决心将煤炭价格维持在人民币 500-570 元/吨的绿色区间，我们预计 2H18 监管干预将成为一种常态。我们相信发改委为遏制煤炭价格采取的调控措施将在淡季发挥更大的效果，因为阶段性的供应过剩将有利于调控；而在消费旺季，由于增加短期供应以缓解短缺的方法十分有限，这些监管措施的效果往往会打折扣，尤其是在大多数煤矿已经开工的情况下。我们相信进口政策将成为政府微调市场供应使用最频繁的措施，不过如果不谨慎实施，可能效果会适得其反。总体而言，我们相信监管部门立场的转变可能会推动煤价在淡季出现拐点，而市场基本面将在旺季驱动价格。

## 炼焦煤：不同品种价格或出现分化

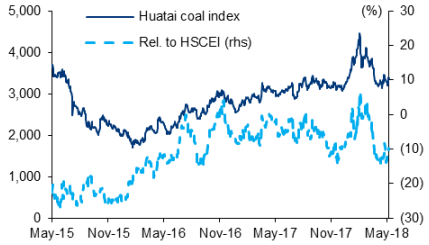
我们已经看到，钢铁和焦炭行业维持了较强的环保限产政策，即便是冬季限产期于 3 月 15 日结束后仍未终止。自此之后，多个城市出台了 2018 年全年针对高炉和炼焦煤厂的错峰生产计划。因此，我们尚未看到且预期不会看到高炉产能利用率全面复苏至冬季采暖季前的水平。由于今年下游用户限产可能削弱炼焦煤需求，我们预计低硫炼焦煤价格相对坚挺，尤其是具备稀缺性的主焦煤，而配焦煤价格可能承压，或出现价格大幅波动。

## 重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| Yanzhou Coal | 1171 HK | 17.0 | BUY |
| China Shenhua | 1088 HK | 31.5 | BUY |
| China Coal | 1898 HK | 4.6 | BUY |
| Shougang Fushan | 639 HK | 2.35 | BUY |

资料来源：华泰香港研究预测

## 行业走势图




资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 21 日*

華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 中性（维持）

# 2018 年下半年金属与采矿业展望：对电解铝市场基本面保持谨慎

王帅 +86 21 2897 2099
研究员 bruce.wang@htsc.com
杨轩 +86 21 2897 2239
研究员 yangxuan@htsc.com
许晟洁 +86 21 2897 2033
研究员 xushengjie@htsc.com

## 拐点未现，盈利仍在盈亏线徘徊

我们预计电解铝市场基本面将在 2H18 保持疲弱，虽然原材料及成本的上升将抬高价格，但是行业盈利水平将继续在盈亏线附近徘徊。我们注意到电解铝价格可能承压的三个风险：1）可能新增的 300-400 万吨年产能；2）美国对中国铝产品的反倾销和反补贴的制裁；3）生产商加大环保投入后，冬季减产力度或减弱。我们维持对中国铝业的“持有”评级，基于 1.4 倍 2018 年预测 PB 给予目标价 4.8 港币。主要风险：监管部门严控电解铝供应。

## 2H18 铝土矿与氧化铝价格维持高位

我们认为山西对无证非法开采矿山的整治、主要铝土矿资源地区的安全环保检查将在 2H18 继续推高铝土矿价格。另外，世界最大的氧化铝提炼厂 Alunorte（年产能 630 万吨）因水污染担忧在三月初被下令削减 50%的产量。澳大利亚氧化铝 FOB 价格从 3 月 9 日的 366 美元/吨暴涨至 4 月 27 日的 625 美元/吨。海外市场走强支撑了国内价格，令国内氧化铝价格自三月底以来出现大幅上涨。我们预计铝土矿价格和 Alunorte 的生产不确定性将支撑氧化铝价格保持在较高水平。

## 新增产能将限制电解铝价格上行空间

据阿拉丁预测，2018 年将有共计 330 万吨新增年产能投放。尽管行业盈利疲弱令新增产能投放缓慢，但我们预计价格上升将推进项目进度，从而压制电解铝价格的上行空间。此外，工信部在一月初公布的产能置换措施要求所有置换指标需在年内完成置换，而部分指标有可能转移至准备开工的违规项目中，令产量进一步上升。

## 反倾销与反补贴调查对出口带来不利

我们预计国际市场将从正反两方面影响中国的铝出口。从积极方面看，国际市场（除中国）将继续面临供应短缺，这将扩大伦敦金属交易所（LME）和上海期货交易所（SHFE）的价差形成套利机会，刺激出口。不利因素方面，据美国国际贸易委员会于三月做出的最后裁决，美国将对中国铝箔征收高额的反倾销税（48.6-106.1%）和反补贴税（17.1-81.0%）。美国还在 2017 年 11 月对中国的普通合金铝板开展反倾销和反补贴调查，初步调查结果显示自中国出口的产品存在补贴行为。

## 4Q18 冬季限产力度或减弱

截至目前，只有河南省公布了 2018 年电解铝行业冬季限产计划，并且提出，如果企业在 10 月 1 日前可以达到特定排放标准，冬季限产幅度可从 2017 年的 30%降低至 10%。2017-2018 冬季采暖期间共削减 89.3 万吨电解铝产能，其中有 68.3 万吨来自河南省。产能削减幅度降至 10%相当于产能限制减少 45.5 万吨。如果其他地区采取同样措施，冬季限产对供应的影响将非常有限。

## 重点推荐

| Company | Code | Price | Rating |
|---|---|---|---|
| Chalco | 2600 HK | 4.80 | HOLD |

资料来源：华泰香港研究预测

原报告发布于 2018 年 5 月 21 日

華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

# 2018 年下半年展望：对新产能扩张保持谨慎

评级 ： 中性 （维持）

王帅 +86 21 2897 2099
研究员 bruce.wang@htsc.com

龚劼 +86 21 2897 2097
研究员 gongjie@htsc.com

李海鹏 +86 21 2897 2033
研究员 lihaipeng@htsc.com

郁晾 +86 21 2897 2201
研究员 yuliang@htsc.com

## 对造纸行业 2H18 前景保持谨慎

我们对 2H18 中国造纸行业保持谨慎看法，2H18 很可能将是下一轮新增产能强势扩张的起点，这将对行业当前位于纪录高点的利润率构成大幅削弱。进口废纸限制趋严将进一步扩大国废与进口废纸之间的价格差，但是我们相信这将不足以令拥有进口废纸货源的大型造纸厂免受盈利能力削弱的影响。由于整个行业自 2016 年以来盈利可观，行业新一轮重新洗牌可能比以往更为剧烈。重申对中国造纸板块的“中性”评级。维持对玖龙纸业（2689 HK，目标价 14.0 港币）和理文造纸（2314 HK，目标价 8.5 港币）的“持有”评级。

## 2018-19 年预计 1,500 万吨/年的新增产能将削弱供需格局

受 2016 年以来的高盈利水平及政府对新增产能缺乏限制的直接影响，去年以来造纸厂的扩张计划开始大增。继超过一年的建设之后，许多新造纸厂将于 2H18 投产。我们预计 2018-19 年共有 1,500 万吨的新增产能投产，相当于截至 2017 年底总产能的 25%左右，进一步加大市场的供给压力，并且随着供需格局的恶化，这可能会引发新一轮的行业洗牌。毛利率将自当前的高水平大幅下降。

## 主要造纸厂不大可能免受利润率下滑影响

去年夏季以来废纸进口的限制政策有所收紧。不仅进口额度的审批速度极其缓慢，高进口标准加上严格的审查政策也导致实际进口规模远低于去年。受此影响，国废价格飙涨，而进口废纸价格维持低位。如果政府对废纸进口的政策保持不变，这种局面将不会发生变化。不过，我们相信这将不足以令大型造纸厂免受利润率收缩的影响，因为：1）大型造纸厂本身也被迫使用更高比例的国内 OCC，随着国内 OCC 价格的上涨，其成本也有所上升；以及 2）在供需格局恶化的背景下，造纸厂将较难上调纸价，从而可能打破将成本上涨的压力直接传导至下游用户的循环。

## 预计将出现 2-3 个季度的非理性定价

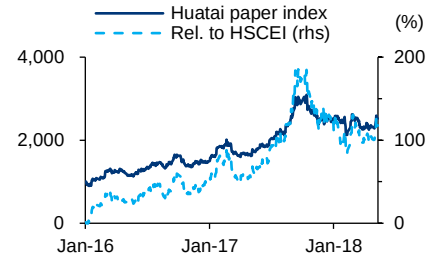
鉴于过去几年整个行业的资产负债表已经在 2010 年以来最大规模的行业复苏中大幅改善，在触底回升之前，行业重新洗牌的过程可能比以往更为激烈。由于渴望比其他企业存活更久，在被挤出市场之前，小型造纸厂将能够在相当长一段时间内支撑销售价格低于现金成本的局面，而同时，大型造纸厂的利润率也将被大幅压低。若玖龙纸业和理文造纸吨净利低于长期均衡水平的情况持续 2-3 个季度，我们也并不感到意外。主要上行风险：产能扩张低于预期。

## 重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| Nine Dragons Paper | 2689 HK | 14.0 | HOLD |
| Lee & Man Paper | 2314 HK | 8.5 | HOLD |

资料来源：华泰香港研究预测

## 行业走势图




资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 21 日*

華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ：增持（维持）

# 2018 年下半年展望：看好工业废物板块

龚劼 研究员 +86 21 2897 2097 gongjie@htsc.com
王帅 研究员 +86 21 2897 2099 bruce.wang@htsc.com
郁晾 研究员 +86 21 2897 2201 yuliang@htsc.com
李海鹏 研究员 +86 21 2897 2033 lihaipeng@htsc.com

**看好中国环保行业 2H18 前景**

我们对中国环保行业 2H18 前景保持乐观。鉴于政府在环境问题上的立场似乎比以往更加坚定，我们预计对环保服务的需求将保持旺盛。我们看好的子行业是工业废物板块（包括一般工业固废与危废），由于不断发现之前被隐匿污染场所，有限的具备处理资质的环保企业业务繁忙。这种供不应求的局面有可能继续维持，从而令处理费和利润率维持在高水平。在市政环保服务板块，我们相比废水处理更看好垃圾发电业务，因为这一市场的饱和程度低和对 PPP 模式的依赖度更低。重申对中国环保服务行业的“增持”评级。我们的首选为海螺创业（买入，目标价 27.9 港币），中国光大国际（买入，目标价 12.7 港币）和粤丰环保（买入，目标价 6.0 港币）。

**工业废物：2H18 市场情绪保持高涨**

近期国家环境保护部在长江流域沿江 11 省开展了“清废行动”，仅在一周内便发现超过 1,300 个废物处理不当问题，受督查省份无一例外。同时，工业固废处理需求突然猛增令许多地区的处理费用上涨。全行业普遍认同，实际产生的工业废物量远远高出上报量，行业内仍存在大量隐藏、非法倾倒或处理不当问题。我们认为“清废行动”并非一次性事件，政府督查升级将延长工业废物行业繁荣期。我们的行业首选为海螺创业，其在水泥窑垃圾协同焚烧方面领先行业，且有以下优势：1）大规模处理能力；2）处理成本较低；3）与水泥生产商的协同效应。地方政府进一步关注工业废物问题也可能加快海螺创业已签项目的实施。

**垃圾发电：2H18 稳定增长，看好领先品牌**

随着垃圾填埋场地逐步耗尽，焚烧逐渐成为生活垃圾处理的主要方式，我们预计 2H18 垃圾发电行业保持稳定增长。由于地方政府和居民日益重视处理质量，提供低廉处理费将不再是获得项目的万能手段。因此，我们认为拥有丰富垃圾发电厂建设和运作经验的大品牌将有更大优势，且垃圾处理费将维持高水平。我们在这一板块的首选为中国光大国际和粤丰环保。

**废水处理：2H18 增速或放缓**

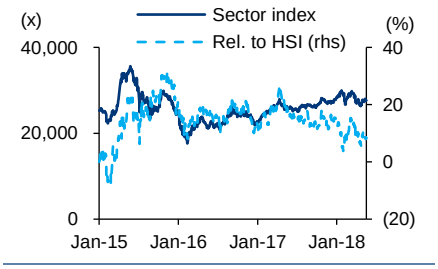
随着城镇污水处理市场趋于饱和，水环境治理业务在过去几年成为推动废水处理企业发展的主要力量。然而，水环境治理项目需要的初始投资高，建设工程量大，因此对 PPP 模式和社会资本高度依赖。在金融去杠杆及 PPP 项目审查趋严的背景下，部分水体整治项目已从 PPP 项目储备中移除，水环境治理市场发展将不可避免地放缓。尽管需求仍然旺盛，废水处理企业在 2H18 的利润增长或表现平淡。

## 重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| Conch Venture | 586 HK | 27.9 | BUY |
| CEI | 257 HK | 12.7 | BUY |
| Canvest | 1381 HK | 6.0 | BUY |
| Dynagreen | 1330 HK | 5.5 | BUY |
| BEWG | 371 HK | 5.9 | BUY |
| CTEG | 1363 HK | 2.0 | BUY |

资料来源：华泰香港研究预测

## 行业走势图




资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 21 日*

華泰金融控股（香港）有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

# 2018 年下半年展望：精挑细选

评级 ：增持（维持）

姚倩 研究员 +852 3658 6064 yaoqian@htsc.com
陈婷婷 研究员 +86 21 3847 6725 chentingting@htsc.com
姚世佳 研究员 +86 21 2897 2063 yaoshijia@htsc.com

## 投资要点

展望 2H18，我们看好消费行业受益于持续的国内消费升级趋势以及消费情绪回暖。运动服装方面，我们认为国内顶尖企业将继续受益于低收入消费者的消费升级和行业整合。纺织品方面，我们看好大型供应链厂商，如：申洲国际，这些企业有望从小型供应商手中夺取市场份额，因为：1）其海外布局强劲；2）备货时间短；3）研发实力强；4）ESG 和 CSR 更优。香港珠宝商方面，由于广深港高速铁路有望于 3Q18 通车，且港币兑人民币相对弱势，销售势头有望得到提振。我们对子行业个股精挑细选，首推李宁（2331 HK），申洲国际（2313 HK）和周大福（1929 HK）。

## 运动服饰 – 需求保持旺盛

2H18 运动服装行业整体将继续受益于政府扶持政策、大众的健康意识提高和消费者风格变化。安踏和李宁等国内运动服饰龙头企业将更多地受益于创新能力提高和运营改善。不过短期需求可能会由于天气的不确定而受到影响。我们在这一板块的首选“买入”个股为李宁，因为我们看好其为改善基本面和复兴品牌所做的持续努力。我们也因看好安踏的多品牌策略而给予其“买入”评级。

## 纺织品 – 行业整合有望加速

考虑到近期中美贸易局势紧张，我们认为行业整合有望加速。成为赢家的将是那些有财力进行产能转移和有能力在行业整合中得以生存的企业，他们有潜力提高产能、从服装品牌中获取订单、更好地消化原材料价格上涨和不利的汇率波动等影响因素。申洲国际仍然是我们在这一行业的首选“买入”个股，因为其：1）海外扩张加速；2）对客户需求反应敏捷；3）研发能力；4）ESG 和 CSR 更优。

## 珠宝 – 香港零售保持坚挺

今年一月至三月期间，中国内地至香港游客量增长 13%（2017 年为增长 4%），令同期香港零售量增长 14%（2017 年为增长 2%）。展望未来，由于广深港高速铁路有望于 3Q18 通车，且港币兑人民币相对弱势，销售势头有望得到支撑。周大福仍是我们行业首选，因为：1）其在香港/澳门市场有经营杠杆效应；2）销售势头稳固；3）高单价产品更加丰富。

## 风险提示

我们对行业给予“增持”评级，主要风险有：1）需求增速慢于预期；2）政策与外汇风险；3）新品牌及业务发展失败；4）竞争加剧；5）原材料价格波动。

英文报告全文：China Consumer Discretionary — Road ahead 2H18: cherry picking（2018.05.21）

## 重点推荐

| Company | Code | Price | Rating |
|---|---|---|---|
| Li Ning | 2331 HK | 9.9 | BUY |
| Shenzhou | 2313 HK | 84.0 | BUY |
| Chow Tai Fook | 1929 HK | 10.6 | BUY |

资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 21 日*

華泰金融控股（香港）有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 增持（维持）

# 全球石油市场基本面趋紧，提升 2018 年布伦特油价均值至 70 美元

丁涵之 +852 3658 6058
研究员 dinghanzhi@htsc.com

于文瑞 +86 21 2897 2218
研究员 yuwenrui@htsc.com

## 华泰油价预测：基本面趋紧，2018/2019 年布伦特均值提高到 70 美元

我们将 2018/19 年布伦特油价均值预测从 64/66 美元提升至 70/70 美元，以反映当下供需基本面的改善和地缘政治的持续紧张局势，长期油价 68 美元的预测保持不变。虽然需求端的影响似乎在愈发增强，特别是在目前的出行高峰期，但我们认为当下的全球石油市场依旧由供给端主导。2018 年前 4 个月，OPEC 减产履约率高达 138-162%，而 2017 年仅为 95%，我们判断未来几个季度 OPEC 减产履约率仍将保持高位，但不排除沙特将小幅提升产量以缓解伊朗出口受限对国际市场的影响。我们对油价前景的积极看法基于：1）沙特阿美 IPO 预计于 2018 下半年或 2019 年启动，相信在此之前沙特将持续努力推动减产；2）由于国家财政危机导致油田投资不足，委内瑞拉和安哥拉产量势将持续衰退；3）勘探生产及运输成本的上升可能将抑制美国页岩油产量增速；4）全球老化的常规油田每年约 300 万桶/天的产量衰减；5）因美国退出核协议导致潜在的伊朗出口受限，虽然幅度尚未明确；6）2018 年全球石油需求保持较好增长，预计同比提高 150 万桶/天。

## 大盘股：上调三桶油目标价，中石油仍是我们的首选

基于上调后的 2018/19 年油价预测，我们将中石油 2018/19 年 EPS 预测上调 17%/13%，根据 PB 估值法将目标价由 7.0 港币上调至 8.0 港币。中石油当前估值 0.7 倍 PB，较 10 年平均值 1.3 倍和 5 年平均值 0.9 倍有较大折价，因为我们认为当前估值非常具有吸引力，重申对中石油的“买入”评级。我们将中石化 2018/19 年的 EPS 预测上调 3%/1%，以反映我们最新的油价预测，但同时我们下调了化工业务的毛利率，因为我们认为 1Q18 不及预期的毛利率应该会持续到 2Q-3Q18。我们维持对中石化的买入评级，并将 PB 估值法得到的目标价由 8.0 港币小幅上调至 8.9 港币。基于新的油价预测， 中海油 2018/19E 的 EPS 预测增加 20%/12%，PB 估值法得到的目标价由 13.4 港币上升至 15.0 港币。考虑到目前估值公允以及成本上升等因素，我们维持对中海油的“持有”评级。

## 油服板块：受益于油价上行与页岩气开采力度加大，最看好安东和宏华

我们判断陆上油服公司总体表现将优于海上油服公司。中国很多船厂积压了大量的之前由于投机性建造而未交付和未签约的自升式和半潜式平台，我们认为全球海上平台市场存在严重的供应过剩的情况，需要至少 2-3 年的时间才能消化。随着价格低廉的中国新造平台库存逐渐消化进入市场，以及低规格的短期关停平台重新投入使用，全球海上钻井平台的日费率仍将继续承压。安东是我们陆上油服公司中的首选，受益于其在伊拉克市场份额的提升和中石油/中石化页岩气开采资本支出的增加。我们对宏华的乐观看法基于其剥离长期亏损的海工业务，以及设备创新制造带来的准入门槛提升，如 6000 马力电动压裂泵和柔性水罐。

## 中盘股：青睐中石化炼化工程和中石化冠德

我们给予中石化炼化工程“买入”评级，主要基于：1）中石化的炼油和化工业务资本开支目前处于上行周期（2017-21 年）；2）强劲的新签订单和大量的在手订单强有力地支撑盈利前景（1Q18 新签订单/在手订单人民币 270/1,120 亿元，同比增长 364%/26%）；3）受港股股票增值权激励计划提振，ROE 改善前景清晰。同时，我们也看好中石化冠德，因 2018/19 年石油进口量预计将逐年同比增长 11%，且当前 5.9 倍市盈率具有较大吸引力。

英文报告全文：
China Energy — Raise 2018 average Brent forecast to USD70 as supply tightens (2018.05.09)

### 能源股票覆盖表

| Company | Code | Rating | TP (HKD) |
|---|---|---|---|
| PetroChina | 857 HK | BUY | 8.0* |
| Sinopec | 386 HK | BUY | 8.9* |
| CNOOC | 883 HK | HOLD | 15.0* |
| SEG | 2386 HK | BUY | 10.0 |
| Kantons | 934 HK | BUY | 5.6 |
| COSL | 2883 HK | SELL | 6.5 |
| SSC | 1033 HK | BUY | 1.8 |
| Anton | 3337 HK | BUY | 1.8 |
| Honghua | 196 HK | BUY | 1.1 |
| Hilong | 1623 HK | BUY | 1.7 |
| SPT | 1251 HK | BUY | 1.0 |
| Tsaker | 1986 HK | BUY | 4.7 |

注：带*目标价有所调整
资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 09 日*

華泰金融控股（香港）有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 增持（维持）

# 2018 年下半年展望：暖春有望延续，二线白马蓄势而发

代雯 研究员 +86 21 2897 2078 daiwen@htsc.com

李沄 研究员 +86 21 38476288 liyun3@htsc.com

## 板块业绩估值双升，维持行业“增持”评级

.随着新医保逐步落地叠加年初流感行情的催化，2018 年 1-3 月医药制造业整体销售收入实现约人民币 6,250 亿元，累计同比增速 16.1%；利润总额实现约人民币 770 亿元，累计同比增长 22.5%，显示出大幅高于行业平均的业绩增速和提振幅度；而当前估值也升至历史较高点（PE39 倍，TTM），我们预计下半年新品（前期优先审批铺垫创新药加速获批）与新股（港股生物制药板块开闸）或将持续催化板块情绪，预计整体板块或将震荡上行，一场长期分化正在加速，看好创新实力突出、平台价值显著的成长性白马。

## 化药板块：看好高成长中型白马

2018 年药政改革越发大刀阔斧，改革聚焦：1）部委改革形成高效的三权分立体系，支付端地位获提升（资金联动加速励优汰劣）；2）抗肿瘤药税政优惠（进口零关税+增值税从 17%降至 3%），短期由全产业链共享利润红利，长期倒逼企业转轨源头创新；3）“互联网+医疗健康”有望加速基层渗透。我们看好高成长+估值相对偏低的中型公司（市值人民币 200 亿-600 亿元，2018 年预测 PE 估值约 30 倍），推荐丽珠医药（1513.HK）、石药集团（1093.HK）和细分龙头东阳光药（1558.HK）及石四药集团（2005.HK）。

## 中药板块：品牌为王

我们认为中药行业的结构性机会涌现：1）品牌药企在消费升级大逻辑下迎来发展机遇；2）经典名方首批目录落地，2019-2020 年有望随着更多名方发布涌现投资机会；3）饮片行业与配方颗粒行业兼具高景气度与行业整合逻辑，龙头有望胜出。建议关注中国中药（0570.HK）。

## 流通及零售：市场整合驱动增长

医药流通及零售板块利好政策层出不穷，推动行业加速整合：1）流通板块随着“两票制”的全面推行预计 2H18 实现复苏，我们看好全国性流通龙头国药控股（1099.HK）；及 2）零售板块单体药店面临连锁药店和医院药房的挤压（理由：药店 GSP 认证优胜劣汰及连锁药店盈利能力较强），我们预计该板块未来市场集中度仍具备较大提升空间（当前中国市场 CR3=8% vs.美国 CR3=90%）。

### 风险提示

1）招标价格下滑；2）新产品上市进度不达预期；3）渠道建设缓慢；4）行业并购进度慢于预期；5）利率波动风险。

英文报告全文：
China Healthcare — Road Ahead 2H18: stay tuned for innovation-driven growth (2018.05.24)

## 重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| CSPC | 1093 HK | 23.8 | BUY |
| Livzon | 1513 HK | 78.6 | BUY |
| HEC | 1558 HK | 41.8 | HOLD |
| Sinopharm | 1099 HK | 36.4 | HOLD |

资料来源：华泰香港研究预测

原报告发布于 2018 年 5 月 24 日

華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

# 生态系统与商业模式决定盈利稳健性

评级 ： 增持（维持）

贺赛一 +852 3658 6236
研究员 hesaiyi@htsc.com

## 互联网板块面临高基数压力

中国互联网板块发布了可观的 1Q18 盈利增长数据。行业龙头公司发布了破纪录的核心业务盈利增长数据，有力地体现了其平台和核心业务的强劲前景。不过，所有互联网子行业都面临着高基数效应，投资者正在找寻更多证据来证明其高增速的可持续性。网络游戏、社交媒体与电商领域的领军企业将引领行业增长，但同时它们必须拓展新的业务增长领域，从而达到市场的预期，在 2H18 维持估值水平。我们仍然预计微博、新浪、腾讯、阿里巴巴将实现超越市场预期的增长。

## 电商：客户体验仍是超越的关键

2017 年电子商务仍占中国社会消费品零售额的 16.4%。领先的电商平台，如阿里巴巴，正转入线下和高频业务以扩大电商的渗透力。不过，线下扩张将在短期内使利润率承压。我们相信客户体验是电商行业刺激创收的最重要因素，而数据技术、物流服务与交易服务也是关键性支持因素。阿里巴巴仍是我们 2H18 的首选。只要核心电商业务能维持稳健增长，阿里巴巴有足够的经营杠杆支撑新业务扩张。

## 在线游戏将进一步整合

我们预测中国在线游戏市场规模将在 2018 年同比增长 21.8%至 425 亿美元，主要由手游增长驱动。腾讯和网易将继续保持在游戏市场的主导地位，并投资于电子竞技以提升对网游的兴趣。由于不同游戏类型对用户时间竞争激烈，我们预计腾讯和网易将提升各类游戏的推广力度，并尝试吸引更广泛的用户群体。腾讯拥有强大的社交网络，可能给网易施加一定压力。

## 社交媒体平台将获取更多新媒体广告预算

我们预计社交媒体广告将在 2H18 持续强劲增长，微博以及腾讯旗下的微信和 QQ 将从其他数字媒体平台手中抢占更多市场份额。中国社交广告的市场份额仍比低于国际水平（中国：8.7%，国际：21%）。我们相信微博不断成长的内容生态系统与庞大的用户基础将带来更强大的商业化潜能，公司也将在未来几个季度公布更强劲的收入增长，以缓解市场对其广告业务是否会被竞争对手撼动的担忧。

## 直播：投资于内容与产品创新

受监管收紧、新流量获取竞争加剧与用户留存难度加大的影响，中国直播行业正在进入整合阶段。陌陌和欢聚时代（YY）等与监管机构交涉经验更丰富、能力更出色的领先平台拥有扩展业务的优势。我们相信拥有优质内容、有能力发展创新性及娱乐性商业化模式的企业将成为行业整合的赢家。

英文报告全文：
China Internet — Earnings strength depends on ecosystem and business model (2018.05.24)

## 重点推荐

| Company | Code | TP (local) | Rating |
|---|---|---|---|
| Weibo | WB US | 149.1 | BUY |
| Sina | SINA US | 123.2 | BUY |
| Tencent | 700 HK | 498.5 | BUY |
| Alibaba | BABA US | 222.6 | BUY |
| Ctrip | CTRP US | 54.4 | BUY |
| Vipshop | VIPS US | 21.4 | BUY |
| YY Inc | YY US | 126.5 | BUY |
| Momo Inc | MOMO US | 47.7 | BUY |
| NetEase | NTES US | 348.6 | HOLD |
| JD | JD US | 46.4 | HOLD |
| Baidu | BIDU US | 255.2 | HOLD |
| Meitu | 1357 HK | 10.2 | HOLD |

资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 24 日*

華泰金融控股(香港)有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 中性 （维持）

# 2018 年下半年展望：焦点重回二线城市

詹春立 +852 3658 6230
研究员 jameszhan@htsc.com

## 进入政策趋稳的长周期

自 2017 年 9 月和 10 月部分主要二线城市的地方政府实行限售政策后，1Q18 政策面基本保持平稳。我们预计，在房地产销售放缓、中国大部分城市房价总体保持稳定的情况下，市场对于进一步调控出台的预期较低，房地产市场将经历一个政策相对稳定的平静期。我们预计整个房地产市场在下半年企稳。实际上，考虑到贷款利率的上升及房贷政策的紧缩，我们维持 2H18 全国住房销量小幅回调的观点不变。我们预计 2018 年全国住房销量同比下跌 5%，平均售价大体持平。

## 人才政策为二线城市带来更多机遇

在一线城市调控政策仍然严苛、三四线城市投资需求降温的背景下，市场已经将注意力转移至目前房价有所反弹、户口政策有所松动的二线城市。在部分二线城市（如南京、成都和西安），地方政府已经推出具体的落户放宽政策或租房补贴以吸引高学历人士、高端人才及高资历专业人才，从而加快高新科技产业的发展、推动城市经济增长。我们相信这些政策举措将提振当地住房市场的需求。另一方面，人才的流入也将持续地提升这些城市的吸引力。

## 大湾区规划即将出台，但并非强劲催化剂

我们注意到，大湾区发展规划即将于 5 月底出台。我们预计出台的政策将会集中于区域内优化资源配置、推动科技发展及智能制造等多个方面。不过，考虑到政府在雄安新区和海南打击房地产投机方面的强硬立场，我们认为房地产板块，尤其是大湾区主题上行空间有限。不仅如此，我们甚至预计有进一步的房地产调控政策将跟随大湾区发展规划一并出台。由于大湾区概念已经在股价中得到充分体现，我们并不认为规划出台将提供强劲的催化剂。在我们看来，我们相信中国未来围绕不同区域，多中心城市的发展将成为一种长期趋势。

## 销售虽放缓，但房地产投资保持良好

据国家统计局 5 月 15 日公布，2018 年 1-4 月全国商品房销售面积累计同比增长 1.3%，增速低于 1-3 月的 3.6%。相应地，1-4 月全国商品房销售额累计同比增速也从 1-3 月份的 10.4%放缓至 9.0%。不过，房地产行业投资保持了强劲势头。2018 年 1-4 月全国房地产行业投资仍然录得 10.1%的同比增长，增速相比 1-3 月仅下滑 0.1 个百分点。我们相信主要原因是开发商 2H18 计划推出的项目更多，因此 1H18 的新开工需求强劲。在我们看来，大多数开发商将项目推出计划集中在下半年的做法将有助于缓解 2H18 的销售跌势。

## 看好中国金茂、世茂房地产和禹洲地产

我们基于下行周期和紧缩政策维持对房地产板块的谨慎看法。我们对开发商在销售增长、利润率趋势和杠杆水平方面等多方面进行综合考量，对运营差异加以仔细分析。我们的首推个股包括中国金茂、世茂房地产和禹洲地产，因其具备差异化的竞争优势，且估值不高。

英文报告全文：
China Property — Road ahead 2H18: focus is back on tier-2 cities (2018.05.18)

## 重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| China Jinmao | 817 HK | 6.20 | BUY |
| Shimao | 813 HK | 27.20 | BUY |
| Yuzhou | 1628 HK | 6.80 | BUY |
| CIFI | 884 HK | 8.10 | BUY |
| Future Land | 1030 HK | 9.50 | BUY |

资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 18 日*

華泰金融控股（香港）有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 增持（维持）

# 2018 年下半年展望：干散航运和快递龙头前景乐观

沈晓峰 +86 21 2897 2088
研究员 shenxiaofeng@htsc.com

林珊 +86 21 2897 2209
研究员 linshan@htsc.com

陈宇 +86 21 28972065
研究员 chenyu011574@htsc.com

## 2H18：干散航运及快递龙头前景乐观

我们预测 2018 年下半年干散航运价格受益旺季需求推动，将出现明显上涨；同时我们维持行业周期上行观点，看好干散航运未来两年盈利持续改善。就物流行业而言，我们相信受益于快递需求反弹、市场份额提升及显著的规模经济，快递龙头企业（如中通）将录得强劲增长。就航空而言，我们相信由于供给收紧及票价管制逐步放松，客座率与票价将双双提升，但油价的不断上涨或成为一大顾虑。太平洋航运、中外运航运、中远海控、中国民航信息网络、中通快递、南方航空和中国国航是我们在运输与物流行业的首选。

## 干散航运前景向好，集装箱航运缓慢复苏

我们预计 2018 年下半年干散航运价格受益旺季需求推动，将出现明显上涨；同时我们维持对行业周期上行、盈利持续改善的乐观观点，基于未来两年需求稳步增长且供给收紧（新船订单量有限及压载水公约生效后老旧船舶拆解加速）。就集装箱航运而言，受三季度旺季需求与新船交付放缓驱动，我们预计下半年运价将上升。考虑到今年超大型船舶的交付与需求平稳增长，我们认为行业 2018 年复苏缓慢。受运力供给过剩及行业面临的不确定性（伊朗制裁，欧佩克将于 2018 年 6 月宣布新一轮产量计划），油运仍是我们最不看好的板块。我们 2018 年下半年推荐个股是太平洋航运（2343 HK）、中外运航运（368 HK）和中远海控（1919 HK）。

## 快递龙头未来可期

我们相信，受益于快递需求反弹、市场份额提升及显著的规模经济，快递龙头企业（如中通）将录得强劲增长：1）新型电商平台（如：拼多多）对快递需求构成提振，1Q18 实物商品网上零售额增长 34.4%（2017 年为 28.0%；2016 年为 25.6%）；2）鉴于行业龙头的营运成本较低，快递市场的马太效应更加显著；3）分拣设施自动化水平的不断提升推动规模经济。今年货代/合同物流板块的盈利平稳增长，我们对货代公司的现有业务组合及盈利增长前景持谨慎乐观态度。鉴于快递板块业务量持续以更高速度增长，相比货代公司我们更青睐快递公司。

## 航空处于上行周期，但 2018 年油价上涨或为一大隐忧

我们相信由于供给收紧及票价管制逐步放松，2018 年客座率与票价将双双提升。然而，油价的不断上涨必定会拖累业绩表现。考虑到盈利敏感性、航线网络质量、运力扩张计划及前期业绩表现等因素，我们最看好中国国航与南方航空，最不看好国泰航空。尽管时刻收紧拖慢生产量增速，我们相信机场板块仍有配置价值，主要基于：1）受非航业绩表现等因素支撑，盈利增长稳定，同时派息可观；2）估值合理。相比首都机场，我们更青睐在快速增长的国内市场占据主导地位的中国民航信息网络。

英文报告全文：
[China Transportation & Logistics — Road Ahead 2H18: upbeat outlook for dry bulk and express delivery (2018.05.17)]

## 重点推荐

| Company | Price | TP (local) | Rating |
|---|---|---|---|
| Pacific Basin | 2343 HK | 2.5 | BUY |
| Sinotrans Shpg | 368 HK | 2.9 | BUY |
| Cosco Shpg Hldgs | 1919 HK | 4.5 | BUY |
| TravelSky | 696 HK | 27.2 | BUY |
| ZTO | ZTO US | 19.3 | BUY |
| CSA | 1055 HK | 11.2 | BUY |
| Air China | 753 HK | 13.0 | BUY |
| SZI | 152 HK | 19.8 | BUY |
| Kerry Logistics | 636 HK | 14.2 | BUY |
| Cathay Pacific | 293 HK | 14.7 | HOLD |
| BCIA | 694 HK | 12.0 | HOLD |
| Sinotrans | 598 HK | 5.3 | BUY |

资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 17 日*

華泰金融控股（香港）有限公司
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

证券研究报告

2018 年 5 月 27 日

行业研究 | 中国

评级 ： 增持（维持）

# 2018 年下半年公用事业行业展望：IPP 盈利上行

刘旭彤 +852 3658 6043
研究员 tonyliu@htsc.com

张泽政 +86 21 3847 6205
研究员 zhangzezheng@htsc.com

宗意 +852 3658 6235
研究员 zoeyzong@htsc.com

## 行业整体评级："增持"；精选个股

我们对 2018 年下半年公共事业子板块的推荐次序为：火电 IPP、风电企业、燃气分销商和光伏企业。我们预计 2018 年全年全国电力需求增速为 5.9%，天然气表观需求增速为 13%。我们看好火电 IPP 主要是因为燃料成本下降从而推动 2018 年盈利复苏，同时股息率回报可观。此外，我们预计全国现有风电项目的平均利用小时数将有所提升，利好国内风电企业。燃气分销商将继续受益于国内天然气表观需求的增长。我们在这三个子板块的首选股分别为：华能国际电力（902 HK）、龙源电力（916 HK）和华润燃气（1193 HK）。

## 火电企业：盈利进入上行期，首选华能国际电力（902 HK）

虽然煤电联动政策已暂停，我们仍看好火电企业前景，预计 2018 年将迎来盈利复苏，主要因煤炭价格下降推动燃料成本降低。我们预计 2018 年秦皇岛 5500 大卡动力煤均价为人民币 600 元/吨（2017 年为人民币 611 元/吨）。我们也已看到中央政府规定 2018 年长协煤价格上限不可高于 2017 年。我们预计 2018 年火电企业上网电价应小幅提升，主要因 2017 年 7 月政府性专项基金的取消，且预计今年直供电价折扣力度将减小。我们在火电子板块中首选华能国际电力，考虑到其盈利复苏及 2018 年 70%的派息率或将带来可观的股息收益率。同时，我们也维持对华电国际电力（1071 HK）和华润电力（836 HK）的"买入"评级。

## 可再生能源企业：弃风率下降利好风电运营商

2018 年一季度的强劲业绩加强了我们对风电企业的乐观看法，我们认为 2018 年全国风电利用小时数将持续提升，主要受弃风率下降推动。同时，随着新增风电装机容量限制政策的放松，我们预计下半年新增装机容量的复苏将利好风电企业 2019 年的发电量增速。我们预计 2018 年新增装机容量可达 17 吉瓦，2018 年全国风电利用小时数将增加 102 个小时（2017 年为 1,948 小时）。我们首选龙源电力（916 HK），预计弃风率的下降将推动公司盈利强劲增长。同时，我们也维持对华能新能源（958 HK）的"买入"评级，主要考到其经营表现稳健。

## 燃气分销商：预计 2018 年销气毛差维持稳定

基于 2018 年国内天然气表观需求增速预计将为 13.1%（2017 年为 14.1%）的假设，我们认为燃气分销商将继续受益于国内天然气需求的增长。预计 2018 年下游燃气分销商的销气毛差维持稳定，并期待气价改革的进一步推进。此外，我们认为储气项目设施的加速进展将利好下游企业，因为：1）采暖季气量供应得到了保障；2）旺季城市门站价格上调时成本上升压力有所减缓。我们维持对华润燃气（1193 HK）、新奥能源（2688 HK）、中国燃气（384 HK）和北京控股（392 HK）的"买入"评级，理由如下：华润燃气销气量内生增长稳定且派息率预计将从 2017 年的 30%提高至 2018 年的 35%；新奥能源母公司将于 2018 年下半年开始投营的 LNG 接收站将降低新奥能源的成本；中国燃气是中国煤改气的先行者；北京控股来自海外项目投资的收益稳定。

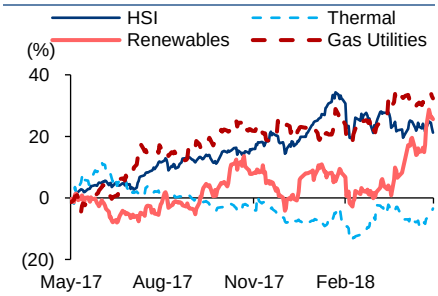
英文报告全文：China Utilities — Road Ahead 2H18: IPP earnings to trend up (2018.05.07)

## 重点推荐

| Company | Code | TP (HKD) | Rating |
|---|---|---|---|
| Thermal | | | |
| Huaneng Power | 902 HK | 6.77 | BUY |
| Huadian Power | 1071 HK | 4.30 | BUY |
| CR Power | 836 HK | 18.25 | BUY |
| Jingneng | 579 HK | 2.10 | HOLD |
| Renewables | | | |
| China Longyuan | 916 HK | 8.20 | BUY |
| HN Renewables | 958 HK | 3.90 | BUY |
| GCL-Poly Energy | 3800 HK | 1.07 | HOLD |
| Gas Utilities | | | |
| CR Gas | 1193 HK | 31.00 | BUY |
| ENN | 2688 HK | 73.50 | BUY |
| China Gas | 384 HK | 28.20 | BUY |
| Tianlun Gas | 1600 HK | 8.30 | BUY |
| Beijing Enterprise | 392 HK | 56.00 | BUY |
| Towngas | 1083 HK | 6.30 | HOLD |
| HK China Gas | 3 HK | 12.70 | SELL |
| Kunlun Energy | 135 HK | 5.90 | SELL |

资料来源：华泰香港研究预测

## 行业走势图




资料来源：华泰香港研究预测

*原报告发布于 2018 年 5 月 07 日*

**分析师声明**
本报告所表达的观点准确地反映了分析员对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。吕程；林志轩；陈姝瑾，CFA；何翔；杨烨；王帅；龚劼；李海鹏；郁晾；杨轩；许晟洁；姚倩；陈婷婷；姚世佳；丁涵之；于文瑞；代雯；李沄；贺赛一；詹春立；沈晓峰；林珊；陈宇;刘旭彤；张泽政。

**重要披露**
华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是 HTSC 的全资子公司（HTSC 是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司，中文公司名称为华泰证券股份有限公司，在香港以 HTSC 名义开展业务）。
华泰金融控股（香港）有限公司及/或其关联公司已经、正在及/或可能会充当为本报告中提及或建议的公司之债券市场作价者。

在过去 12 个月，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其关联公司已经或者正在为以下公司及/或其关联公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：中煤能源，新城发展控股，禹洲地产。

**华泰香港投资评级标准**
时间段：报告发布之日起6个月内
基准市场指数恒生中国企业指数（以下简称基准）

**股票评级**
**买入：**股价超越基准 15%以上
**持有：**股价相对基准波动在 -10%~15%之间
**卖出：**股价弱于基准 10%以上
**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**行业评级**
**增持：**行业股票指数超越基准
**中性：**行业股票指数基本与基准持平
**减持：**行业股票指数明显弱于基准

如有需要，可向华泰金融控股（香港）有限公司索取进一步资料。

**一般披露**
**仅发送予《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者客户。**
**本文件仅发送予阁下供参考，不得翻印或分发给其它人士。**
本文件所载资料由华泰金融控股（香港）有限公司编制和发表，而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨为华泰金融控股（香港）有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC 和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股（香港）有限公司的书面同意，不得翻印、分发或传达本文件(无论整份或部份)给其它人士。若获华泰金融控股（香港）有限公司准许转发，收件人须在转发前获取独立的法律意见，以确定该转发符合当地适用法规的要求。
华泰金融控股（香港）有限公司不是美国金融业监管局(FINRA)的注册会员，其员工或其他服务提供者亦没有在 FINRA 注册为 FINRA 的研究分析师。
本文件(i)供阁下作个人参考之用，我们并非以此作任何招揽；(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法，本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股（香港）有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资意见，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、时间性或是否可以使用，华泰金融控股（香港）有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律责任。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为投资意见般倚赖。
本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过份简化的情况，也不反映未来回报的分派。
本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准，并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股（香港）有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证，阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股（香港）有限公司概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)，阁下也不应作为专业意见般倚赖；亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股（香港）有限公司非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见。
投资者在作出投资决定时，应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素，因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股（香港）有限公司出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见；一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。
华泰金融控股（香港）有限公司及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头，也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓，或买卖这些金融产品。华泰金融控股（香港）有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件提述的证券的发行人的融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股（香港）有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人，华泰金融控股（香港）有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者；华泰金融控股（香港）有限公司也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股（香港）有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。
华泰金融控股（香港）有限公司透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

**法律实体披露**
**中国：**HTSC 具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809。
©版权所有 2018 年华泰金融控股（香港）有限公司

**地址：香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室**
电话：+852 3658 6000
传真：+852 2169 0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk/