

宏觀經濟

給企業減稅降費正當時——財稅改革系列（1）

稅負高企迫使財稅體制再變革。①相較國際水準，中國宏觀稅負較高。我國財政收入包括稅收收入和非稅收入，其中非稅收入包括專項收入、行政事業性收費、罰沒收入等。15年我國財政收入/GDP為22.1%，而美國為18.0%，德國為9.3%。

②當前宏觀稅負高企將迫使財稅體制再變革。自78年改革開放以來，中國財稅改革分四步走，財稅體制在逐步完善中。第一階段，1978年-1993年的“財政包乾”體制，其特點是“劃分收支，分級包乾”。第二階段，1994年-2000年分財稅改革後的財稅體制，其特點是“按稅種劃分稅權，分級管理”。第三階段，2001-2011年的稅制完善時期。第四階段，2012年至今“六稅一法”稅制體制改革。當前我國宏觀稅負較高，加之間接稅占比過高和地方財政收支失衡，財稅體制亟待改善，新一輪財稅改革即將來臨。

企業盈利空間收窄亟待降稅減費。①高企的稅費成本擠壓企業盈利空間。2015年GDP增速首破“7”，創25年新低，2016年前三季度GDP增速為6.7%，經濟增速進一步下臺階。當經濟增速放緩後，企業除繳納增值稅、消費稅、所得稅等外，還需繳納“五險一金”、行政許可、審批相關的經營服務性支出等固定支出，這就導致企業稅費支出更具剛性，從而擠壓企業盈利空間。2016年前三季度A股淨利潤/EBIT為47.2%，遠低於同期美股的59.1%。②貨幣政策寬鬆空間有限，減稅降費是必然趨勢。按照凱恩斯主義經濟學，經濟中不存在生產和就業向完全就業方向發展的強大自動機制，在經濟增速放緩時，國家可採用擴張性的經濟政策，通過增加需求促進經濟增長。自14年11月起，央行連續6次降息5次降准，寬鬆貨幣政策有利於降低企業財務費用和改善業績，但未來貨幣政策繼續寬鬆空間有限，在經濟增速下滑背景下政府有望轉而採取擴張的財政政策如減稅降費等。

減稅降費有助激發企業活力。①1960s和1980s年代美國減稅政策幫助經濟擺脫困境。以經濟學家亞瑟·拉弗命名的拉弗曲線非常形象地說明了供給學派的理論精髓及其政策主張，較高的稅率將抑制經濟增長，從而縮小稅基，稅收收入下降，反之減稅可以刺激經濟增長，從而擴大稅基，稅收收入增加。1960s年代美國甘迺迪政府為刺激經濟曾採取較大幅度的永久性減稅措施，美國經濟獲得強勁增長，期間GDP增速保持在2.6%~6.6%，聯邦財政預算基本實現平衡。1980s年代供給學派的政策主張受到美國總統雷根的採納，雷根政府大幅削減個人所得稅，實行加速折舊和投資稅收抵免，取消許多稅收特惠，在提高效率和公平的同時堵塞稅收漏洞，經濟滯脹問題得到緩解。②近兩年來，

在財稅體制改革方面取得積極進展的是“營改增”，展望 2017 年財稅改革有望在個稅、環保稅、資管產品增值稅、五險一金方面展開。

風險提示：財稅改革不及預期、經濟下行壓力、財政赤字率擴大。

大市導航

公用事業：2016 年業績預期統計

截至 2016 年 2 月 13 日，海通公用環保行業已披露業績預告的企業有 90 家，披露率為 65%。預計實現業績增長的有 36 家，扭虧為盈的有 7 家，業績下降的有 38 家，虧損的有 9 家。

預計業績披露中，除去扭虧為盈和虧損的企業，剩餘的 74 家企業，平均增速為 28.11%，增速中位數為-0.46%。增速排名前十的企業分別為中原環保、華電能源、升達林業、神霧環保、梅雁吉祥、東方園林、三維絲、三聚環保、樂山電力、巴安水務，平均增速達 275%；增速下降最快的宜賓紙業、長源電力、粵電力 A、盛運環保、通寶能源、天華院、隆華節能、吉電股份、金山股份，平均降幅為 75%；扭虧為盈的公司有 7 家，分別為國中水務、百川能源、華宏科技、*ST 南電 A、潤邦股份、紅陽能源、長春燃氣；預虧的公司有 9 家，分別為新能泰山、大唐發電、甘肅電投、香梨股份、大通燃氣、科融環境、勝利股份、龍源技術、錢江水利。

風險提示：預計不及預期等。

有色金屬：銅礦供給又出問題

1. 銅礦供給又出問題

自 2017 年年初以來，秘魯連續遭遇暴雨超過一個月，全國已經有至少 25 人在洪水中喪生，超過 25 萬人受到影響，同時，根據中國天氣網資訊，秘魯在未來 12 天內（2 月 13 日-2 月 24 日）將有 10 天為陰雨天氣，洪水影響恐將持續至 3 月份。

秘魯的礦產資源非常豐富，據 USGS 資料顯示，2016 年秘魯銅產量達 230 萬噸，是全球第二大產銅國，占全球產量 1940 萬噸的 11.86%。由於本次洪水災害的持續時間長，受災範圍廣等因素，多處銅礦的生產均遇到一定影響。如利馬災區的 Antamina 礦，莫克瓜災區的 Quellaveco 礦，拉霍夫災區的 Cerro Vered 礦等，根據上述礦所屬公司官網資料，累計影響銅產能超 119 萬噸，超過 2016 秘魯全年產量的 50%。

由於目前尚未獲得公司所受影響的具體資料，我們按產能大致匡算其 1 個月的產量，其影響已達 10 萬噸級別，再疊加之前 Escondida 罷工導致 10 萬噸產量的減少，銅礦供給端已出現 20 萬噸的產量隱患。在現如今銅供需緊平衡的條件下（安泰科預計 2017 年銅供給過剩 25 萬噸），我們預計接連的超預期邊際影響因數將進一步抬升銅價。

2. 彈性排序

彈性排序：雲南銅業，銅陵有色，江西銅業，洛陽鉬業，錫業股份，紫金礦業，西部礦業。

風險提示：下游需求不及預期。

石油化工：供應緊張推動瀝青價格上漲 50%

2016 年 12 月以來，重交瀝青上漲 50%。2016 年國內建築瀝青和 SBS 改性瀝青價格平穩，重交瀝青從 12 月中旬開啟一輪上漲行情。以山東地區市場均價計算，至 2017 年春節前價格大漲 800 元/噸，節後進一步上調 50 元/噸至 2550 元/噸，總體上漲幅度達 50%。

成本端：原油價格企暖回升。2016 年國際原油價格企暖回升，OPEC 和非 OPEC 年底達成約 180 萬桶/日的減產協議進一步推動油價上漲。2016 年 12 月至今，布倫特原油現貨價格上漲 10.6% 至 54.3 美元/桶。原油價格上漲為瀝青價格增長提供一定的成本支撐。

供給側：國內瀝青裝路開工率下降，進口量大幅下滑，瀝青供給收縮。國內瀝青裝路開工率呈現出年中高、年初年末低的季節性現象。受部分裝路檢修和霧霾天氣延遲原料供應的影響，國內煉廠瀝青裝路開工率從 2016 年 10 月份開始顯著下降 13 個百分點至 52%，瀝青產量相應下滑，2016 年 12 月僅生產 261 萬噸，較 10 月份減少 18.8 萬噸，降幅為 6.7%。

同時，由於韓國、新加坡煉廠加大燃料油生產，減少瀝青供應，我國瀝青進口數量從 2016 年 9 月開始下滑明顯，進一步加劇國內瀝青供給緊張的狀況，瀝青庫存下降到低位。

預計 2017 年國內瀝青供需格局較為穩定，原油上漲有望推動瀝青價格上漲。供需方面，根據卓創資訊資料，預計國內瀝青 2017 年產能達 4300 萬噸，遠超過國內需求，產能過剩狀況將持續，裝路開工率處於低位運行，下游新修公路里程維持穩定。成本方面，我們預計 2017 年原油均價水準有望達到 55-60 美元/桶，較 2016 年上漲 20-30%，將對瀝青價格形成進一步支撐。

重點關注上市公司：瀝青價格上漲將利好國內煉化企業，建議關注高業績、低估值的上海石化（2016 年瀝青產量 56 萬噸）、中國石化（2016 年瀝青產量 728 萬噸）、華錦股份（旗下控股盤錦北方瀝青廠產能 100 萬噸）、寶利國際（擁有瀝青產能 160 萬噸，其中改性瀝青 60 萬噸，重交瀝青 100 萬噸）、國創高新（擁有瀝青產能 73 萬噸，其中改性瀝青 70 萬噸，乳化瀝青 3 萬噸）。

風險提示：原油價格波動等。

基礎化工材料製品：染料進入漲價的通道，積極推薦相關標的

染料進入漲價的通道，積極推薦相關股票投資機會。受成本、環保、供需等多重因素影響，2月5日，分散染料價格上漲。

分散黑 ECT 300%主流出廠價漲至 26 元/公斤，較上月報價 23 元/公斤上漲 3 元/公斤，漲幅 13%。我們預計春節過後，下游印染行業開工恢復過程中，印染旺季的臨近，對染料形成新一輪剛需刺激，染料價格有望反彈走高。另外行業龍頭浙江龍盛也於 2016 年底公佈將收回其分散染料部分專利，我們認為此舉不僅能直接影響分散染料市場供應，同時也有望促進行業良性發展。積極推薦閩土股份、浙江龍盛、海翔藥業、亞邦股份，按照當前染料價格測算，當前估值分別 15、16、22、16 倍估值。

風險提示：染料價格下跌、宏觀經濟不景氣。

鋼鐵：一季度看好鋼鐵股

市場對 PPP 和供給側改革熱情和資料空窗期支撐鋼鐵股一季度上漲。由 2016 年延續過來的供給側改革熱度不減，講話的層次和口號也非常明確，會有一定效果，我們預計這個供給側改革甚至可以延續到明年。

春季開工後看淡。2017 年鋼鐵需求下降 5 個點甚至更高。相比 2015 年固投增長 10.1%，房地產投資增長 1%，而鋼材消費下降 6%，而我們預計 2017 年固投可能增長 6%附近，房地產投資下降 3-5 個百分點，鋼材消費下降 6%也是正常的。

另外，2016 年固投增長 8.1%，房地產投資增長 6.9%，但實際上鋼材消費僅僅維持 0.5%的增長。此外今年尚有 1000 萬噸產能投產，即使按照實際發揮 500 萬噸，產量減少加上產能增長相當於接近 4500 萬噸的產量消失，也就是說必須真實淘汰 4500 萬噸的實際產量的產能才可以，而我們預計這個對應實際 4500 萬噸產量的產能可能高達 7000 萬噸。

新疆板塊今年投資大增。2016 年全國實際消費粗鋼 7 億噸，其中 60%用在了投資，約 4.2 億噸，去年固投 60 萬億，每萬億固投對應 700 萬噸鋼材消費，因此我們預計今年新疆鋼材消費增量在 350 萬噸左右，考慮到部分鋼材新疆生產不了，實際上增量可能在 250-300 萬噸。

關注業績好且歷史表現穩定的公司，比如寶鋼股份、永興特鋼、大冶特鋼。

風險提示：政策風險。

傳媒：從經濟消費角度看教育，國家興則教育盛

隨著收入水準的提升和需求的多元化，服務型消費快速增長。在此背景下，我們預計教育產業將憑藉政策紅利、人口紅利和需求紅利迎來爆發式增長。（1）借鑒國際與歷史資料，經濟增長與教育產業的發展具有極強的正向關係。我國經濟經歷了高速發展 30 年，居民收入水準和消費水平均顯著提升，伴隨而來教育需求的大幅提升、教育供給端資源的極大增長和產業品質的不斷提高。（2）相對落後地區隨著經濟水準的提升和政策的相對傾斜，其教育產業發展則經歷著從 0 到 1 的跨越。（3）多元化的需求助推了消費結構的優化升級，傳統消費逐漸轉向以服務消費為代表的新型消費，拉動教育產業蓬勃發展。教育標的推薦：廣弘控股、方直科技、開元儀器、立思辰、全通教育、新南洋。

風險提示：系統性風險等。

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，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。