

2017年02月28日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 中國企業稅負到底有多重？

宏觀層面：高於其它新興經濟。從狹義角度來看，中國稅收收入占 GDP 比重為 18%，與 OECD 國家 34% 的水準相比明顯偏低；但墨西哥只有 17%，印度 16%，巴西 15%，中國的狹義稅負水準要略高一些。我們將公共財政收入、政府性基金收入、社保基金收入、國有資本經營收入加總，中國廣義宏觀稅負占 GDP 的比重高達 34%，不僅遠高於印度（19%）、墨西哥（25%）、印尼（17%）等新興經濟體，甚至與日本（33%）、瑞士（33%）、美國（33%）等發達國家的水平相當。

此外，中國的非稅收收入占政府收入的比重高達 47%，僅次於巴西，比主要發達國家和新興經濟體都要高。所以中國稅負的過重主要源於非稅收負擔。

微觀層面：企業稅負較重。中國企業部門承擔的廣義稅負占 GDP 的比重達到 30%，占宏觀總稅負的 90% 左右，而且中國的絕大部分非稅政府收入是由企業部門承擔的。從微觀角度來看，中國企業稅負在商業利潤中的占比高達 68%，在全球 190 多個經濟體中排名第 12 位。這一比例不僅遠高於美國（44%）、英國（31%）、新加坡（19%）等發達國家，還高於印度（61%）、墨西哥（52%）、俄羅斯（47%）、印尼（31%）等新興經濟體。我們利用 2014 年的各行業稅收收入占行業 GDP 的比重來衡量各行業的稅收負擔，結果發現房地產業高達 45%，租賃和商務服務 31%、金融業 31%、批零 26%，稅收負擔偏高，而農業、教育、衛生和社會工作、住宿餐飲、交運倉儲、文體娛樂稅負低於 10%，相對較低。

結構分析：間接稅主導，企業繳納多。稅收類型：間接稅為主，企業“感覺”重。我國 2016 年的稅收收入中，間接稅占比 60%，直接稅占比 40%。而發達國家的直接稅比重一般在 50-60%，美國、加拿大超過 70%。我國的直接稅占比不僅遠不及發達國家，在新興經濟體中也不高。間接稅比重過大會導致企業在生產經營中直接感受到的負擔更重，我國企業繳納部分占稅收收入之比合計超過 85%，而個人直接繳納比重僅 11.5%。長期而言，我國直接稅比重提高、間接稅占比趨降是趨勢。

具體稅種：增值稅較重，所得稅偏高。在採用增值稅的國家中，我國 17% 的基本稅率處於世界中等水準，不過，高於我國的大多是歐洲高福利國家，亞洲國家的增值稅稅率大多不超過 10%，遠低於我國。我國增值稅在稅收中的比重達到 40.9%，已遠高於日本、印尼、越南等國。所得稅方面，我國 25% 的企業所得稅稅率居中，但企業所得稅收入是個稅收入的近三倍，而歐美主要國家企業所得稅大多不超過個稅的 1/3。

企業減稅的方向和可能。16 年在企業減稅方面，最重要一項措施是“營改增”，簡化了稅種、消除了重複徵稅；還取消了對普通化妝品的消費稅，將高檔化妝品稅率減半至 15%；在非稅項目方面，國務院降低了企業社保的繳費率，還擴大了教育費附加等政府性基金收費專案以及 18 項行政事業性收費的免征範圍。但當前我國企業的稅負水準依然較重，未來“降費”和改變稅收結構或是一大趨勢。一方面，清理各種不合理收費、規範基金和行政事業性收費專案，能夠降低企業的非稅收負擔；另一方面，降低增值稅和企業所得稅也仍有空間。但降低增值稅、企業所得稅會減少財政收入，增加房產稅、遺產稅等對富人的徵稅，或可填補這一財政缺口。不過，考慮到近兩年財政收入增速下滑的現實和政府的財政預算目標，我國的企業減稅仍將面臨一定的約束。但如果下半年美國開啟減稅，中國則將面臨外部壓力，加快稅改進程的必要性也會提升。

## 2 月產業資本淨減持額較 1 月略擴大

2017 年 2 月產業資本二級市場淨減持 30.6 億元。截止 2 月 27 日，本月產業資本在二級市場淨減持 30.6 億元，而上月淨減持 0.8 億元，本月產業資本減持額放大。其中，主機板淨減持 17.9 億元，中小板淨增持 3.9 億元，創業板淨減持 16.7 億元，創業板淨減持壓力最大。從行業來看，本月交通運輸、紡織服裝增持力度最強，分別為 6.6 億元、2.1 億元；電力設備、建材減持力度最強，為 12.4 億元、9.0 億元。從個股來看，本月歐浦智網增持力度最強，增持額超 4 億元，山東鋼鐵減持力度最強，減持額約為 12 億元。

2 月並購重組熱點：1、昆百大 A：擬 65 億並購我愛我家實現 100%控股；2、東陽光科：擬 32 億收購東陽光藥股權；3、洛陽玻璃：擬 8.3 億元收購三家新能源玻璃公司。

風險提示：系統性風險。

## 大市導航

**其他專用機械：iPhone 十周年創新改觀值得期待，3C 自動化行業有望開啟新一輪快速成長期**

國內 3C 自動化產業規模巨大，部分細分子行業景氣度向好。國內 3C 產業規模巨大，經過多年發展，儘管目前整體增長逐步放緩，但細分領域投資仍有巨大機會。3C 自動化整體市場規模近 4000 億元，部分細分子行業的採購需求旺盛我們建議從三個角度關注 3C 自動化的行業發展機會：1) 新技術、新方案的快速滲透帶動設備採購需求的爆發式增長機會；2) 3C 製造業自動化率提升，國內優勢設備製造產業替代進口產品的機會；3) 外延並購，行業資源整合的機會。

十年 iPhone 發展帶動產業鏈機會巨大，關注 2017 年新一代 iPhone 的創新。過去十年，iPhone 成為引領智慧手機行業發展的絕對龍頭，既帶來了產業鏈上相關設備企業的大量訂單，又因其不斷推出新的設計方案而攪動相關領域的競爭格局。

我們認為 2017 年是 iPhone 面世十周，新一代 iPhone 有望在雙曲面玻璃、OLED 屏、無線充電技術等方面推陳出新，帶動新的產業鏈機會，拉動相關的設備供應商訂單，同時有望引導消費電子行業下一階段的創新方向。

玻璃加工設備行業將保持較高景氣度。未來，無線充電的逐步普及和 5G 時代的到來，都對非金屬材質機身的應用提出要求，同時，消費者對於機身設計的新穎、美觀、舒適度都提出了更高要求。因此，曲面玻璃是玻璃加工行業的重點發展和投資方向，出貨量將保持較快增長。新一代 iPhone 可能採取雙曲面玻璃的方案，有望加速曲面玻璃和雙面玻璃方案的滲透。在此背景下，以玻璃精雕機為代表的玻璃加工設備有望迎來持續 1-2 年的景氣週期。同時，3D 玻璃滲透率快速提升，國產熱彎機也在逐步突破，有望在 2018 年呈現爆發式增長。

OLED 滲透率快速提升，模組相關設備行業增長確定性高。作為下一代顯示技術，OLED 屏需求近年來保持了快速增長，預計未來幾年仍有望保持高增長。國外如三星、LG 等巨頭加速 OLED 產能佈局，從而逐步退出 LCD 領域。國內市場有望承接 LCD 產能，加快建設高世代 LCD 產線，同時緊跟 OLED 趨勢建設產能以滿足需求。國內上市企業在模組設備（以綁定/貼合設備為代表）和 AOI 檢測設備領域具備較強競爭優勢，將受益於這一產業趨勢，具備較高的成長性和確定性。

無線充電標準逐步統一，未來應用普及帶動自動繞線機行業需求增長。無線充電技術標準的逐步統一為技術的融合打破了限制，未來大規模應用的前景廣闊。目前，蘋果公司已經就加入無線充電聯盟（WPC）給予正面回應，有較大可能在新一代 iPhone 中應用無線充電技術。此外，華為、三星等公司也將逐步普及無線充電技術在新的高端機型上的應用。無線充電技術應用的提升將帶動自動繞線設備行業的需求實現增長，相關設備商有望實現訂單的爆發式增長。

投資建議。我們認為 2017 年的 iPhone8 有望做諸多設計的改觀和創新，從而帶動產業鏈上下游的變化，對於設備供應商而言，我們認為重點關注 iPhone 供應鏈上的公司，符合 iPhone 創新方向以及 3C 行業發展大趨勢的公司均有望受益，給予行業“增持”評級。我們梳理出玻璃加工設備、模組設備以及 AOI 檢測設備三大重點子行業，建議重點關注勁勝精密、田中精機、精測電子、智雲股份、聯得裝備等。

風險提示：估值較高；訂單採購額不及預期；市場風格切換。

## 農業：西班牙家禽爆發禽流感，唯一種源國面臨封關，禽鏈深跌後迎來反彈

1) 2017年1月11日，西班牙向OIE報告在野禽中發生H5N8高致病性禽流感，由於未涉及家禽，我國並未採取封關措施。而2017年2月23日，西班牙再次報告發生H5N8疫情，此次疫情造成723只肉鴨發病和死亡，並銷毀17077只肉鴨。由於此次為家禽病例，預計大概率將實行封關，我國白羽肉雞唯一的種源國也面臨斷供。

2) 2017年1-2月，我國從西班牙、波蘭引種總量約12.8萬套，目前波蘭已由於再發禽流感而封關，新西蘭仍處技術性封關中（涉及檢驗檢疫條款的修訂），若西班牙封關，極端情況下2017年祖代白羽雞引種量或不足20萬套。但從理性角度分析，新西蘭復關受政策調節空間較大，有短期內復關的可能，加拿大由於2年多未再發禽流感，我國或也將轉向該國進行引種。我們估計新西蘭年供種能力在40萬套左右，加拿大暫無數據，合理估計全年引種量或在50萬套左右，加上益生股份的曾祖代種雞預計下半年開始提供祖代種雞，全年產量或在15萬套左右，2017年我國祖代總供給量預計約65萬套，和2016年基本持平，仍處供給偏緊狀態。

3) 禽鏈股價已自高點回檔約50%，春節之後雞價迎來季節性回升，禽鏈已有所反彈，疊加西班牙禽流感事件性催化，預計短期仍有反彈空間。關注相關個股益生股份、民和股份、仙壇股份（聖農發展停牌中）。

風險提示：農產品價格大幅下滑。

## 建築工程：再論行業淡季的資料表現，“震盪上行”是“一帶一路”的階段性特徵決定的

1) 春節以及年度工作切換是行業出現淡季的主要原因，隨著海外占比提高，“耶誕節”影響也開始顯現。一般春節來臨，大量務工人員返鄉過年，期間專案施工基本停滯，而建築企業一般按照施工進度確認收入，在考慮項目停滯期間，依然有不小的成本費用支出，所以基本造成兩個特徵，一是Q1營收與淨利潤占全年比重偏小，一般利潤占比在18%以下；二是淨利潤率相比全年較低，比較典型是園林。“春節”也是不少業主年度工作切換的重要時間點，這一般會影響建築企業的訂單表現，值得注意的是，隨著近年來海外工程占比的提升，受海外“耶誕節”影響也有所提高。

2) 受基數原因“同比資料”波動較大，一季度業績對全年參考性相對較弱。受“基數小”影響，使得訂單同比資料受單個專案影響較大、業績同比資料波動也比較大。2013-2015年行業一季度與全年業績，出現逆轉的占比分別為28.6%、30.1%、22.2%；差異在30%以上占比在45%以上。

值得注意的是，對於“一帶一路”，盤整是階段性特徵決定的，並非邏輯結束。一是目前進入訂單業績過渡階段，有高頻資料進行邏輯印證，又恰逢行業淡季，情緒容易受單月資料影響；二是機構參與者較多，決定了板塊“震盪上行”的行情特徵。至於“上行”的判斷，我們認為是政策景氣度上行、訂單業績繼續回暖的中期趨勢所決定的。

風險提示：政策不達預期。

## 資訊服務：支付金融是上半年的主線

我們看好支付金融產業鏈。

1) 科技進步是支付創新的核心動力。支付，從形式上來看，經歷了現金支付、卡機支付、再到無卡支付的變革；從手段上來看，短信支付、掃碼支付、指紋支付、光子支付層出不窮；從安全上來看，生物識別技術提升了安全和體驗；從資訊處理來看，大資料、雲計算的應用使支付由簡單的資料傳輸向資料開發、利用延伸。

2) 支付進入跨界融合時代。支付與互聯網、消費、金融、電子商務等不斷融合，擴大支付應用的領域和邊界。

3) “藍領消費金融”潛力巨大。支付在與消費和金融融合的同時，消費金融產業借助支付的大資料和場景優勢快速增長。

政策支持、互聯網及移動互聯的迅速普及、消費升級，非必需品消費占比上升、80/90 逐漸成為消費主力軍、電商等垂直場景的迅速發展等成為消費金融的驅動因素。

建議關注：消費金融，奧馬電器、二三四五、贏時勝；支付牌照資源方面，新大陸、海立美達、新力金融、巨集磊股份，支付硬體領域，證通電子、新國都。

風險提示：政策風險、行業進展低於預期，短期市場波動。

## 醫藥與健康護理：看多醫藥板塊，不僅在於醫保目錄的機會

我們於 2017 年 2 月 23 日發佈《全面看多醫藥板塊，開啟醫藥行情》領先全市場最先看多醫藥板塊。2 月 23 日午間新版醫保目錄出臺，帶來醫藥指數飆漲。而當所有賣方分析師都熬通宵寫深度之時，第二天醫藥指數表現卻被傳媒等超過。難怪有人戲謔，原來是遊戲進了醫保目錄。週末很多投資者詢問，現在如何看待醫藥？

我們再次表明觀點：2 月 23 日發佈看好醫藥板塊的報告，不僅僅是出於醫保目錄的出臺。事實上，這輪醫保目錄的影響要小於上一輪（09-11 年醫保基金池大幅擴容），後續目錄調整將成為常態。我們看好醫藥板塊，在於市場和行業兩個層面因素。

從市場角度來看，2016 年底開始的一波回檔中，醫藥股跌幅較大。在 28 個一級行業中，漲幅排名下跌至倒數第 3，僅次於傳媒和銀行。我們覺察到 2 月以來，市場偏好發生微妙變化，成長股、消

費股投資熱情升溫，家電、食品飲料、綜合漲幅居前（申萬一級行業指數），電子、電腦漲幅排名有較大提升。2016年Q4醫藥股持倉比例接近11%，扣除醫藥基金後持倉比例約為7.5%，處於2013年以來的相對低位。我們認為近期醫藥股表現欠佳，主要因為市場因素，目前屬於市場風格切換期，醫藥股漲幅靠後，“性價比”提高，是全面佈局醫藥股的好時機。

從醫藥股基本面來看，降價負面預期已消化，行業收入、利潤增速趨暖，15年起醫保資金池的收入增速也快於利潤增速。

而從17年開始，醫藥板塊迎來諸多此前沒有的利好，比如兩票制，比如醫保目錄的調整，比如談判目錄出臺，比如優先審評的推進，再比如高端消費的升級。也因此，我們在16年底發佈的策略報告中，提出17年是醫藥政策大年，並發佈了4篇政策研究深度報告。我們認為，在新環境下，醫藥公司未來5年將走向強者恒強的局面。

投資建議。我們全面看多醫藥板塊，重點關注以下主線：

- 1) 兩票制帶來流通產業集中度提升機會：推薦上海醫藥。
- 2) 高端消費升級：推薦東阿阿膠，建議關注片仔癀。
- 3) 醫保目錄、優先審評與出口：推薦人福醫藥、恒瑞醫藥、華海藥業，關注益佰製藥。

新版醫保目錄重點推薦人福醫藥、康緣藥業，關注益佰製藥。

不同於市場，我們提出醫保目錄的受益不能以進入目錄的產品個數或獨家產品數目作為評判標準。我們梳理了09年上一輪醫保目錄的受益品種，認為：品種能不能長大，取決於以下4個因素：所處領域是否剛性、大領域+競爭格局+日用藥金額/中標價格+團隊能力、最後再加上合適的估值水準，才是我們選股標準。

重點推薦：人福醫藥、康緣藥業、恩華藥業、恒瑞醫藥、通化東寶、華蘭生物。

其中優先推薦龍頭人福醫藥：剛性+獨家+市場潛力大。二氫嗎啡酮、納布啡有望複製瑞芬太尼從1個億增長到10億的輝煌，瑞芬太尼取消限制打開科室推廣大門。

風險提示：業績不達預期。

## 通信設備：光器件行業深度研究系列2：光器件新藍海，從工業走向消費領域

光器件消費領域應用提速，藍海新市場加速開啟。市場普遍關注半導體雷射器在通信領域的應用，而忽略了半導體雷射器在消費領域的使用正在快速興起。半導體鐳射在資訊傳遞容量，傳感控制以及功耗方面特點突出；而伴隨光通信技術的快速完善，半導體雷射器成本端大幅下降，新領域應用

不斷湧現。近期蘋果 iPhone 8 即將採用 VCSEL 半導體雷射器技術引起廣泛關注，而我們認為在光器件成本不斷下降背景下，伴隨消費者對於鐳射傳感、即時回應、大容量資料交互等需求的快速提升，光器件在消費領域的應用有望全面打開。

VCSEL 技術優勢凸顯，LUMENTUM 深耕 3D 傳感領域帶動光器件消費電子市場迎突破、開啟 10 億美金量級新市場。作為光通信資料傳輸領域廣泛應用的一項基礎技術，VCSEL 在綜合光學性能方面特點突出，伴隨多年來通信應用目前製造成本優勢明顯。作為光器件行業領導者，LUMENTUM 多年來深耕於半導體雷射技術的 3D 傳感應用，此次公司產品進入蘋果產業鏈不僅是公司業務的重大突破，更是以 VCSEL 技術為代表的半導體雷射技術在消費領域的重大突破。

國產手機市場份額持續擴大，國內光器件企業有望充分受益半導體雷射器在智慧終端機領域的應用滲透。手機領域，蘋果作為行業風向標引領了技術和產品的發展，iPhone 3D 傳感技術也有望快速應用到其他手機廠商；目前國內以華為，OPPO，VIVO 為代表的手機廠商市場份額快速提升，以光迅科技為代表的國內光器件廠商技術積累和客戶資源具有優勢，將充分受益於國產手機的技術和產品跟進。

超高清電視時代來臨，消費領域“光進銅退”。目前以 8K 為代表的超高清電視的市場需求正快速提升，相對於傳統的電視而言，超高清電視的資料傳輸要求大幅提升，傳統的銅線技術正逐步淘汰。光傳輸技術正走出工業領域而向高速率傳輸需求快速提升的超高清電視/VR 等領域邁進。

車載雷射雷達需求提速，VCSEL 技術成本優勢明顯。伴隨車聯網和智能駕駛需求的提升，車載雷射雷達的需求正快速提升。相對於傳統的掃描雷達，以 VCSEL 為代表的固態雷射雷達在操控性和成本方面優勢明顯，有望大幅降低傳統雷射雷達的成本，並加速車載雷射雷達的應用。

投資建議：我們認為此次 VCSEL 雷射器進入 iPhone 產業鏈示範效應極為明顯，後續將進一步加速半導體雷射器在消費領域的應用。同時以 LUMENTUM，FINISAR 和光迅科技為代表的相關公司近年來積極將產品業務往消費者領域推進，光器件的消費領域新藍海正在開啟。重點推薦國內光器件核心技術行業龍頭光迅科技（具備 VCSEL 雷射器規模量產能力），同時建議關注華工科技、以及其他在光器件領域具有核心晶片優勢的港股/美股相關公司。

風險提示：相關領域技術應用推進過慢，產業資源融合低於預期。

## 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。