

宏觀經濟

灣區經濟新機遇——粵港澳大灣區系列（1）

核心結論：①以東京、紐約、三藩市為代表，灣區經濟已成為全球經濟發展的重要增長極，規模效應下創新經濟興盛。②粵港澳合作階梯式邁進，大灣區國家戰略接力珠三角地方規劃，三地協同發展形成對外開放新高地。③政策不斷推進中，片區改造、交通設施、港口航運、產業合作多角度挖掘投資機會，策略與行業構建大灣區組合。

經濟新引擎：灣區經濟。灣區經濟是指依託世界級港口（群），發揮地理和生態環境優勢，背靠廣闊腹地，沿海灣開放創新、集聚發展，具有世界影響的區域經濟。具有高度開放、創新引領、宜居宜業、區域協同四大特徵。從歷史角度看，灣區經濟發展形態演變主要經歷了港口經濟、工業經濟、服務經濟、創新經濟四個階段。粵港澳大灣區與東京灣區、紐約灣區、三藩市灣區相比，是當前世界上面積最大（5.6萬平方公里）、人口最多（6765萬）的灣區，經濟總量（15年1.24萬億美元，第三位）及人均GDP（2015年不足2萬美元，第四位）排名較後，發展潛力巨大。產業結構看，粵港澳大灣區第三產業占比最低，僅為55.6%。

粵港澳大灣區的前世今生。粵港澳區域合作前後經歷了“前店後廠”的粵港合作1.0時代、服務業為主的粵港合作2.0時代、宏觀戰略導向的粵港合作3.0時代。粵港澳是中國最重要的經濟區之一，2016年，粵港澳大灣區GDP總值為9.35萬億元，占全國12%（包含港澳），對外貿易總額近12萬億元。粵港澳地區擁有世界級的海港群，高速通車總里程將達到7673公里，擁有5座幹線機場，城際軌道交通通車里程已經達到350公里。粵港澳科技創新實力突出，粵港澳大灣區11城區位分工明確，優勢互補。

粵港澳大灣區政策展望。2017年政府工作報告將粵港澳大灣區上升為國家戰略，粵港澳大灣區城市群規劃接力珠三角發展規劃，有望成為未來十年泛珠三角地區的頂層設計。港澳兩個特別行政區的加入讓原本省內一體化戰略升級為國家規劃下的三地跨制度合作，這標誌著我國對外開放進入到一個新階段。與“雄安新區”不同，粵港澳大灣區城市群是在歷經改革開放30年三地經濟發展，為實現區域間經濟協同發展，激發經濟新動能而設立的，其發展的核心問題是實現三地互利互補，協同發展。

粵港澳大灣區投資機會。4月11日國務院總理李克強提出今年中央將研究制定出粵港澳大灣區城市群發展規劃，而根據人民網消息，香港特區行政長官梁振英可能於下周率團考察粵港澳大灣區多個城市，預計6月底前就大灣區規劃發展事宜向發改委提交意見。結合16年3月《國務院關於深

化泛珠三角區域合作的指導意見》，粵港澳大灣區的投資機會可能有以下投資機會：交通基礎設施對接、港口航運中心建設、片區功能改造與產業集聚、產業合作升級等，策略與行業合作，精選粵港澳大灣區個股組合。

風險提示：政策推進不及預期，經濟超預期下行。

大市導航

建築工程：粵港澳大灣區加速推進，建築股再迎區域主題催化

高層重視，粵港澳大灣區有望加速推進。李克強總理在 2017 年政府工作報告中首次提出：“推動內地與港澳深化合作，研究制定粵港澳大灣區城市群發展規劃”。4 月 11 日李克強在會見香港新任特首林鄭月娥時再次表示，2017 年中央政府要研究制定粵港澳大灣區發展規劃。高層多次表態且明確提出 2017 年的時間點，預示粵港澳大灣區規劃有望提速。

擴大開放、深化改革，是粵港澳大灣區發展源動力。與雄安新區相比，我們認為粵港澳大灣區有以下三點不同：1) 發展源動力不同：雄安新區定位疏解北京非首都功能，發展動力源於北京企業轉移等政策性力量；粵港澳大灣區是進一步將開放區域由深圳、珠海特區向珠三角內陸延伸，發展動力更多來源於擴大開放、接軌國際、深化改革的市場化力量；2) 基礎不同：雄安新區原先經濟基礎薄弱，是從無到有的發展；而粵港澳大灣區 2015 年 GDP 達到約 13000 億美元，經濟總量已不遜於三藩市灣區；3) 目標不同：雄安新區是疏解首都功能、促進京津冀協同發展的重要戰略；粵港澳大灣區是通過擴大開放、提升地區輻射能力、使珠三角成為“海上絲路”橋頭堡和深化改革、促進珠三角地區完成產業升級的重要部署。因此，我們認為粵港澳大灣區將：更加注重區域內城市間的協同，催生城際交通的建設投資；更加注重產業升級、創新服務能力的提升，促進城市改善生態人居環境、增強吸引高素質人才的能力。同時港澳地區高端服務業的輻射和外溢效應，也將催生珠三角內陸城市高端商務區的發展。

珠三角 11 城協同發展，基建、軌交有望率先獲益。我們認為，未來大灣區規劃將有望加大區域內高速公路、城際鐵路、軌道交通、通航機場等基礎設施建設方面投資，從而拉動與基建建設、軌道交通相關的市場需求。本土基建龍頭粵水電近期與中國鐵建等公司組成聯合體拿下珠三角城軌廣佛環線 63.17 億大單（其中公司施工合同金額達 8.4 億元，占 2016 年營收 12.8%），公司其他水利工程及市政工程項目亦主要在廣東省境內，區位優勢與資源優勢明顯，邊際受益較大，建議關注。此外，國內基建、軌交龍頭中國交建、中國中鐵、中國鐵建等建築央企也將受益。

改善人居生態環境增強吸引力，園林裝飾亦將受益。以連接港澳、接軌國際、實現產業升級為目的的珠三角城市群，人居生態環境和城市建設與國際一流都市仍有差距。提升城市人居環境增強對人才吸引能力、升級城市建設加強對高端產業接納能力的需求，將有望催生對區域內城市對生態人居

環境改善和公共服務設施、創意創新空間和高端辦公區域的投資。我們認為本土園林企業中具備綜合生態環保和市政建設能力的棕櫚股份、鐵漢生態、文科園林都將受益，建議關注；國內領先的本土裝飾龍頭廣田集團亦將受益城市核心區域升級建設。

投資建議。粵港澳灣區是國家深化改革、擴大開放的重要戰略，其加速推進有望催化建築相關公司估值。我們建議關注受益比較明顯且估值相對合理的本土基建龍頭粵水電；綜合實力較強的本土園林企業棕櫚股份、鐵漢生態、文科園林；業內領先的本土裝飾龍頭廣田集團；國內基建與軌交龍頭中國交建、中國中鐵、中國鐵建、中國電建等。

風險提示。灣區規劃協同發展不及預期，政治經濟偶發性風險。

機械工業：中車公佈 111.4 億海外車輛合同，“一帶一路”帶中國軌交產業鏈走向世界

17 年 4 月 11 日中車公佈 5 筆海外合同公告，其中 3 筆來自美國的地鐵和客車，金額共計 73.1 億人民幣，2 筆來自一帶一路高鐵項目，金額共計 38.3 億人民幣。車輛合同金額共計 111.4 億人民幣。中車在美國地鐵集中中標和一帶一路中馬來西亞動車組合同的落地，體現了中國軌交在海外的競爭優勢，預計未來前期規劃的市場格局有望逐漸打開。

近來國內軌交行業海外佈局和戰果不斷：中國中車在美國地鐵訂單不斷，一帶一路動車組訂單落地；春暉股份管理團隊收購世界最大的軌交車輪輪對製造商——德國 BVV；鼎漢技術完成對 SMA RT 的收購，標的擁有全球領先的地鐵和有軌電車輔助電源技術和優秀的客戶資源。預計中國軌交產業鏈將逐漸從中國市場走向海外。

短期來看，我們看好地鐵和機車等產品海外訂單的持續超預期，長期來看，高鐵專案的成系統輸出或將提振高鐵車輛的長期需求空間。

臨近 2017 年 5 月份“一帶一路”高峰論壇，我們認為高鐵作為走出去最早、體系最成熟的出口高端製造產業，專案有望加快落地速度，提供板塊主題性催化劑。從產業鏈角度，我們建議關注整車廠中國中車，零部件公司建議關注春暉股份、康尼機電、鼎漢技術、永貴電器等優質國產化標的。

風險提示：海外市場投資不及預期，中國標準動車組推廣不及預期。

交通運輸：首都機場免稅招標超預期，浦東、深圳機場預期升溫

事件：首都機場免稅招標專案重磅開標，中免集團以首年保底租賃費 8.3 億元+提成比例 47.5%在 T2 標段勝出，珠免集團以首年保底租賃費 24.95 億元+提成比例 47%在 T3 標段中勝出。最終首都機場免稅經營權的歸屬還要結合各投標單位的專業技術得分，由首都機場（及其招標公司）另行公佈。

中國免稅行業即將迎來新時代。隨著人均收入水準的提升和民航大眾化，機場輸送量出現了超預期的增長。但機場免稅簽約時間一般較長，首都、浦東機場免稅店上輪簽約 10 年，而此前制定的機場扣點率較低，首都、浦東機場僅為 20%-25%，遠低於國際成熟機場的 40% 以上。因此，我國的機場特別是國際性樞紐機場沒有充分享受到：“旅客輸送量爆發-->免稅收入猛增-->非航收入大漲”這一路徑帶來的收益。隨著去年進境免稅店開闢和首都、上海機場免稅店經營權相繼到期，我國機場免稅經營權租金市場化趨勢勢不可擋，我國免稅行業即將迎來新時代。

首都機場新招標帶來超高利潤彈性。據穆迪報導，2015 年首都機場免稅收入為 6.61 億美元（41 億元），我們預計 2017 年將達到 50 億元。首都機場 T3 航站樓面積是 T2 航站樓的 3.2 倍，國際旅客占 75%，預計 T3 航站樓免稅收入占 75%，T2 航站樓免稅收入占 25%。首都機場免稅收入占特許經營收入中零售收入的 90%，2015 年首都機場零售收入為 10.94 億元，據此推測，2015 年免稅收入貢獻為 9.85 億元，進而 2015 年扣點率為 24%。經過我們的測算，按照提成的收入遠不及租金收入，因此，首年按照租金收入計算淨利潤。我們預計新招標方案將帶來淨利潤彈性為 38.9%。

浦東、深圳機場新一輪免稅招標值得期待。浦東機場日上免稅店預計 2018 年初將進行招標。2016 年首都機場、浦東機場免稅店國際旅客分別為 2600 萬、2700 萬人次，我們預計，浦東機場免稅招標扣點率不會低於首都機場，按照 50% 扣點率計算且從 2018 年第二季度開始貢獻利潤，淨利潤彈性為 28.8%。深圳機場預計今年上半年將完成招標，下半年貢獻利潤增量，按 35% 扣點率計算，粗略估計淨利潤彈性為 18.7%。我們看到了首都機場和白雲機場在招標時的不同方案，首都機場是“保底租金+提成”、白雲機場是“保底收入+提成”，但我們無法估計免稅集團在搶奪機場免稅經營權時會給出多少溢價。所以在測算時，我們是按照“確定收入+提成”來計算的，若按照“保底租金+提成”則淨利潤彈性更高。

投資建議：根據我們測算，上海機場、白雲機場、深圳機場、廈門空港對於內航內線收費改革的淨利潤彈性分別為 5.7%、2.1%、16.7% 和 14.1%，考慮到實際淨利潤增量只有三個季度，修正後淨利潤彈性分別為 4.3%、1.6%、12.5% 和 10.6%。

深圳機場受益最大。我們預計本次機場集中招標將對首都、浦東、深圳機場帶來利潤彈性分別為 38.9%、28.8%、18.7%。

我們推薦 A 股中免稅招標彈性最大的上海機場，以及受益內航內線改革最大和免稅招標受益股深圳機場。

風險提示：浦東、深圳機場免稅招標不及預期。

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。