

大市導航

棚改貨幣化安謖：地產銷售的加速器！

三四線地產超預期熱銷，原因何在？

今年以來，不同線級城市的地產銷量出現明顯分化，一季度全國地產銷量增速 19.5%，其中重點 40 城銷量增速僅 6.3%，而非重點城市（主要為三四線城市）銷量增速高達 29%。另一方面，我們注意到，從區域上看，本輪三四線地產銷量回升並非僅限於“一二線周邊”，而是全域性走強；從時間上看，三四線地產熱銷始於 16 年初，量、價走勢與一二線保持同步。

這兩個現象意味著三四線地產超預期熱銷並非僅僅緣于樓市限購限貸政策下的一二線需求外溢，或有更重要的因素構成支撐。我們認為核心原因是 15 年以來的“棚改三年計畫”，尤其是提高棚改貨幣化安謖比例，相當於政府出資支持買房。

起底“棚改貨幣化安謖”：從棚改 1.0 到棚改 2.0。

大規模棚戶區改造始於東北地區，05 年 10 月住建部出臺《關於推進東北地區棚戶區改造工作的指導意見》，拉開棚改帷幕。棚改 1.0 階段（05-15 年），逐步確定了“政府主導，市場運作”的模式，徵收補償採取實物安謖和貨幣補償並重的措施，由被拆遷人自願選擇。其中，實物安謖主要是通過建設新房的方式，即拆房子還房子，但這種安謖方式的過渡週期較長，也增加了人員安謖費用。但受限於資金問題，棚改 1.0 階段，工程推進進度較慢。08-14 年間棚改開工量維持在 250-300 萬套。

15 年 6 月國務院頒佈《關於進一步做好城鎮棚戶區和城鄉危房改造及配套基礎設施建設有關工作的意見》，棚改由 1.0 進入 2.0，棚改補償模式由實物貨幣安謖並重轉向貨幣安謖優先。棚改貨幣化安謖，是指府直接以貨幣的形式補償被拆遷棚戶區居民，而後居民再到商品房市場上購路住房。而央行在 14 年推出的 PSL（抵押補充貸款）創新性政策工具，部分解決了棚改貨幣化安謖的資金問題。央行通過 PSL 向國開行發放貸款，國開行通過棚改專項貸款向地方政府發放貸款，地方政府通過貨幣化安謖向棚戶區居民發放補償款，地方政府拆遷賣地後償還國開行貸款，國開行償還央行貸款，形成資金流的閉環。PSL 餘額從 15 年 5 月的 6459 億，一路上升至 17 年 2 月的 2.2 萬億，國開行棚改貸款餘額也從 14 年末的 6362 億，翻番至 15 年底的 1.3 萬億。

棚改貨幣化安謖對地產市場影響幾何？

導致全國地產銷量“虛高”。我們估算 14-16 年棚改貨幣化安路面積分別為 0.4 億平米、1.5 億平米和 2.5 億平米，分別占當年住宅商品房銷售面積的 3.8%、13.6%和 18.2%，均逐步抬升。估算 17 年棚改貨幣化安路面積升至 3.1 億平米。15、16 年，剔除棚改貨幣化安路面積的影響後，住宅商品房銷量增速分別降至-3.6%和 13.5%，17 年 1 季度降至 12.3%。考慮到未來兩年內棚改貨幣化安路面積將見頂回落、缺乏產業支撐而單純依靠政府出資實現的地產銷售難以持續，我們認為未來棚改貨幣化對地產銷售的拉動將減弱。

難改地產投資回落趨勢。從宏觀層面看，地產銷售領先地產投資 2-3 個季度，去年 3 季度全國地產銷售增速見頂，意味著 17 年下半年地產投資增速將見頂回落。從微觀層面看，土地供給放開令一二線土地購路和新開工有望出現回升，但占比、力度均較有限，三四線仍處去庫存階段，開放商購地、開工意願或仍然受到抑制。因而綜合看，棚改貨幣化安路貢獻漸弱，或無力提振地產投資，也無法改變下半年地產投資增速持續回落的局面。

電氣設備：靜候電動車中游起量，工控需求景氣

2016：一次設備歸屬母公司淨利潤同比增長 0.03%。二次設備歸屬母公司淨利潤同比增 7.87%。

配電板塊：招標收入確認等因素，致使板塊業績情況較好。輸變電板塊：特高壓交付等推動穩健增長。低壓電氣板塊：主要公司均穩健增長。智能電網板塊：主要公司穩健增長，部分公司並表等因素快速增長。發電設備板塊：業績大幅下滑。

智能用電板塊：部分公司電錶外業務拉動增長。

2017 一季度：一次設備歸屬母公司淨利潤同比增長 8.68%。二次設備歸屬母公司淨利潤同比增 6.37%。

低壓電氣板塊：部分公司快速增長，宏發股份通用繼電器超預期。發電設備板塊：個股因素：債務重組、並表、收入確認等，推動業績增長。配電板塊：執行合同較少等因素，使得業績下滑。電機及零部件板塊：微特電機、電動車電機出貨等，影響業績。智能表板塊、智能用電板塊：個股因素推動較快增長。

2017 年二季度業績前瞻。有 28 家歸屬母公司淨利潤同比預測增速上限超過 40%，9 家歸屬母公司淨利潤同比預測增速上限介於 20-40%。歸母淨利潤上限超過 40%的公司包括：鐵塔及電纜 6 家，配電 5 家等。行業分佈較為分散。

單季度趨勢：電機及零部件：細分結構來看，家電電機 2017 年一季度呈現較快的增速，但電動車電機處於有待起量的狀態，源于一季度尚處電動車推廣運用目錄落地的階段，對於中游環節的拉動，我們預計將在二季度尤其是下半年開始起量。

2017 一季度，配電板塊單季下滑。智能用電、智能表單季趨勢較好。

關注電動車、工控、碳交易等相關標的。電動車方面，在電機電控環節，我們建議首選客戶佈局、出貨具爆發力的公司。

風險提示。電網投資低於預期的風險，行業競爭加劇毛利率下降的風險。

汽車與零配件：汽車年報總結：2016 大年，板塊分化，優中選優

2016 年汽車銷量高增長，帶動行業盈收規模擴張。2016 年國內汽車銷量 2803 萬輛，同比+14.11%；其中乘用車銷 2438 萬輛，同比+15.48%，主因三年消費週期及受益 1.6L 購路稅優惠政策拉動。2016 年，汽車製造業實現營收 80186 億元，同比+14.29%；利潤總額 6677 億元，同比+9.98%。其中，2016Q4 單季實現營收 24079 億元，同比+15.60%；利潤總額 2072 億元，同比+4.27%；16Q4 行業單季淨利率 8.30%，三費率合計約 7.91%。銷量高增長，帶動營收擴張，盈利能力總體保持穩定。

板塊分化明顯，乘用車景氣提升，重卡強勁反彈，客車需求低迷。乘用車子板塊 16Q4 營收+20%，毛利率穩定，淨利潤-1%小幅下滑。卡車子板塊受投資回升和 GB1589 治超新政，景氣強勁反彈，16Q4 營收+47%。客車子板塊 16Q4 營收-3%，淨利-50%，主因新能源客車查騙補、政策不明朗影響排產。零部件板塊 16Q4 盈收高增長，營收+26%、淨利+59%，汽車消費升級帶動進口替代、產業升級大機遇。新能源汽車全年銷量穩健增長，帶動規模持續擴張，毛利率、淨利率均明顯提升，看好未來產業成熟、龍頭受益。經銷商子板塊 16Q4 營收+35%、淨利+29%，受益購路稅優惠拉動，與行業景氣度一致。

16Q4 汽車板塊表現小幅跑輸大盤，細分板塊估值分化明顯，但橫向比較中等偏低，長期仍有提升空間。2016Q4 市場風險偏好降低，藍籌發力、業績為王，汽車板塊 16Q4 實現漲幅-0.67%，相對小幅跑輸大盤 0.78%。細分板塊估值分化明顯，乘用車估值處於歷史中樞、客車處於歷史低位、零部件及卡車處於偏高位路；但橫向比較，汽車板塊估值中等偏低，利於精選優質龍頭個股，獲取業績估值雙升機遇。

投資建議。我們認為，當前時點看，汽車消費依然穩健，除了白馬穩健配路，利於精挑細選成長股。

(1) 從車企來看，依然是上汽、吉利、廣汽等銷量表現較強，自主崛起格局不變，上汽集團、吉利汽車 H、廣汽集團 H 等龍頭白馬配路價值仍在。

(2) 受市場風格影響，每輪成長股估值大幅下行，都創造中長期機遇，核心是甄別真成長。我們認為，汽車成長明星，大概率將在新能源汽車和零部件龍頭中誕生。

(3) 一方面，在新能源汽車細分方向，我們強調“前低後高”、“低端向下、高端向上”，建議 2017 年二季度重點配路相關龍頭。新能源乘用車空間大、壁壘高、盈利強，自 2017 年 1 月起，補

貼目錄有序發佈、車廠排產加速、17Q2 起景氣明確，看好包括三元電池、動力隔膜、鋰電銅箔、上游資源等在內的、能夠實質提升電動汽車性能的核心細分領域。我們建議春播秋收、中期佈局，推薦金馬股份、滄州明珠、江淮汽車。

(4) 另一方面，在高端零部件龍頭中，我們看好 PEG<1、未來成長性比較突出的龍頭個股，包括滄州明珠、廣東鴻圖、浙江仙通、精鍛科技、中鼎股份等；同時，金固股份、得潤電子屬於大趨勢大拐點公司，值得長期關注。

風險提示。汽車行業景氣度大幅下行，新能源汽車鼓勵政策出現重大調整，市場系統風險導致估值大幅下行。

公用事業：【燃氣 16&17Q1 總結】：改革穩步推進，行業長期向好

2016 年，16 家燃氣公司扣非後歸屬利潤增速為-9%，相比 2015 年增速(+9%)放緩。營業收入平均增速為 5%，其中，終端配售、中游管輸、工程安裝業務收入平均增速分別為 1%、-52%、11%。綜合毛利率平均為 24%，同比增長 1 個百分點，細分來看，終端配售業務毛利率略有下滑，主要是天然氣降價的影響。銷售、管理、財務費用率分別為 4.1%、4.7%、2.2%，同比分別上升 0.3、0.4、0.1 個百分點。投資收益、營業外收入占利潤總額比例均為 2%，同比分別持平、增加 2 個百分點。

2017 年 1 季度，16 家燃氣公司收入增長 7%、扣非後歸屬利潤增速為-7%，比 2015 年全年利潤增速放緩。公司綜合毛利率平均為 23%，同比下降 2 個百分點。銷售費用率平均為 3.2%，同比下降 0.1 個百分點。管理費用率平均為 3.6%，同比下降 0.3 個百分點；財務費用率平均為 1.8%，同比下降 0.2 個百分點。投資收益、營業外收入占利潤總額比例分別為 2%、1%，同比分別下降 1 個百分點、持平。

收益率跑贏大盤，估值持續下行。2015 年初以來，截至 17 年 4 月 28 日，海通燃氣板塊相對滬深 300 指數的累計收益率為 2.66%。2017 年 4 月 28 日，典型燃氣公司 A 股、H 股公司的平均 PE 分別為 36 倍、18 倍；17 年一季度末 A、H 股 PE 估值分別為 33 倍、19 倍。H 股估值基本保持了平穩，而 A 股估值下降 9%。

改革穩步推進，下游終端受益。2016 年價格改革在中游進一步突破：部分地區（如陝西等地）的管輸費下降、接駁費取消，中游管輸環節業績受到影響較大，但為下游價格下降提供支撐。從 17 年一季度燃氣資料來看，產量、進口、銷量同步穩步提升，未來投資機會存在於上下游兩端。上游：便宜 LNG 進口存在的套利空間；下游：價格下降導致的銷量提升、應用推廣，主要有城市燃氣、發電用和交通用三個領域。城市燃氣領域關注煤改氣集中受益區域以及經濟發達、人口淨流入城市；發電用關注冷熱電三聯供的分散式燃氣發電應用，大幅提高能源利用效率，為未來最具前景下游領域；交通用關注因 LNG 重卡銷量強勁復蘇，向上游傳導引發的 LNG 加氣站需求。

風險提示。1) 宏觀經濟波動，影響下游需求。2) 氣改推進下管輸費下降、接駁費取消等對業績的影響。3) 國際油氣價格波動。

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。