

宏觀

那幾年，別人家的金融去杠杆！——金融去杠杆的國際經驗研究

發達經濟體均經歷過金融和資產泡沫膨脹，也經歷了杠杆去化的過程，從金融去杠杆的角度來回顧歷史，或許會對當前國內的情況有所啟示。

美國：金融迅速出清，最早走向復蘇。金融迅猛擴張，資產泡沫膨脹。21世紀初，寬鬆貨幣政策疊加監管趨松，美國銀行業開始激進擴張，非存款類負債占總負債的比重維持在30%以上的高位，資產端大量配置房地產。為了規避監管，銀行還將大量資產和負債轉移至表外。同時，以貨幣基金、投資銀行為主的影子銀行體系爆發式增長，且風險偏好和杠杆操作都更激進。金融快速出清，經濟緩慢復蘇。次貸危機爆發後，金融機構的風險開始暴露，商業銀行的不良貸款率最高達到5.6%。美國政府在救助部分金融機構的同時，也任由一些機構破產，例如08-14年間有超過500家銀行破產倒閉。經過救助、破產、重組、兼併等多重途徑，美國金融業可謂大“換血”，但這一過程中金融業迅速出清，向實體融資的功能恢復，美國經濟開始好轉。

歐元區：杠杆先升後降，金融回歸穩健。主動負債加杠杆，銀行陷入危機。歐洲銀行業在08年金融危機之前也激進擴張，總資產規模在07年時接近30萬億歐元，較00年翻一番。從負債端看，非存款負債占比超過65%，表明也是主動負債在驅動。隨著房地產泡沫破滅，銀行資產品質惡化，不良率飆升。監管不斷加強，金融回歸穩健。面對危機，歐洲加強監管要求，促使商業銀行去杠杆，非存款負債占比從67%下降到58%；11年歐盟將大型銀行的核心一級資本充足率要求提高到9%；歐元區還要求股東和債權人首先承擔風險，政府不輕易救助。經歷了監管整頓，大多數銀行從依賴於資金杠杆的投行業務回歸到傳統商行模式，信貸回升，支撐了歐元區的經濟復蘇。

日本：拖延去杠杆，經濟長期低迷。金融加杠杆，助推地產繁榮。伴隨著寬鬆貨幣政策和利率市場化，日本銀行業80年代杠杆顯著上升，存款占比萎縮，而主動負債占比從17%上升到27%。銀行加杠杆後投向地產、金融的比重持續增加，加劇了風險。杠杆去化緩慢，信貸難以改善。隨著日本央行89年開始加息，地產泡沫破滅，銀行不良率飆升，但與歐美不同的是，日本早期對銀行業不良貸款的處理不夠堅決、不夠及時，銀行經營者採取的是拖延、掩蓋的方式。這就造成了日本銀行業沒有有效地出清，不能履行向實體的“輸血”功能，是日本經濟長期低迷的重要原因。

經驗教訓：不破不立，破而後立！總結歐洲、美國、日本經驗，在寬鬆貨幣政策和金融監管放鬆的情況下，銀行等金融機構往往會提高風險偏好，主動加杠杆，將資金配置到高風險高收益的領域，流動性風險和信用風險都同時增加，最終資產價格下跌引發危機。在處置金融機構風險方面，歐洲、尤其是美國的方式明顯更為市場化，央行和政府都有所為，有所不為，使得市場迅速出清，恢復金融機構“輸血”功能；但日本的做法則不夠果斷，市場無法迅速出清，經濟難以復蘇。反觀中國當前的金融業去杠杆，前幾年在貨幣寬鬆、利率市場化、金融監管趨松的背景下，銀行、保險等金融機構主動加杠杆，資金大量流向房地產，這一過程和歐美等發達國家極為類似。金融機構負債端一旦融資困難，流動性風險可能爆發，引發資產拋售甚至導致信

用風險等連鎖反應。根據國外經驗，我們認為，本輪國內金融去杠杆的一個目標是抑制金融業的無序擴張，另一個目標是對於高風險的金融機構，切割政府信用背書，實現市場出清和金融資源的有效配置。

策略

增持是市場見底的信號嗎？

核心結論：①產業資本持續大規模增持均在市場大底，如05/08-06/09、08/08-08/10、13/12-14/07，小規模增持出現在階段性底部，如10/05、16/02。②增持後30、60、90個交易日股價超額收益顯著，且與增持比例正相關、與總市值負相關、與估值關係不大。③5月再次出現產業資本增持，集中在主機板。

大量增持是市場底部的特徵之一。①以史為鑒，市場底部附近產業資本表現為淨增持，總增持額增大。從產業資本淨增持額角度看，除15/07-16/01異常波動期間外，05年以來產業資本在05/06-06/09、10/05、14/04-14/05、16/11、17/05期間表現為淨增持，其對應的上證綜指基本處於階段性底部。從產業資本總增持額角度看，除15/07-16/01異常波動期間外，05年以來產業資本總增持額/流通市值和總增持額/成交金額超過歷史均值的期間主要為05/08-06/09、08/08-08/10、13/12-14/07、16/02至今，其對應的上證綜指基本處於階段性底部。②產業資本大量增持的動因是估值處在歷史較低水準。根據托賓Q理論，當企業的重置成本高於市場價值時，股票價值被低估，資本將更願意投資金融產品，從而產業資本將進行增持。當產業資本進行大量增持時，這表明不少公司估值處在歷史較低水準，加之產業資本入場為市場注入增量資金，階段性市場底部基本確立，利好股市未來走勢。

產業資本增持後公司股價表現超越市場。①在產業資本增持後公司股價表現超越市場。在產業資本增持後30、60、90個交易日內，公司股價漲幅均值分別超越上證綜指5.1、8.6、11.0個百分點。②產業資本增持比例越高，在增持後股價超額收益越顯著。產業資本增持比例為0-1%、1%-2%、2%-3%、3%-4%、4%-5%、5%以上的公司在增持後90個交易日內股價平均漲幅分別超越上證綜指11.0、10.2、9.6、11.0、14.6、13.2個百分點。③公司總市值越小，在增持後股價表現越強勁。總市值為0-50、50-100、100-150、150-200、200-250、250億元以上的公司在產業資本增持後90個交易日內平均漲幅分別超越上證綜指16.7、10.1、5.7、6.0、5.4、5.7個百分點。④估值大小不同的公司在增持後超額收益差異不大。PE（TTM）處於0-20、20-40、40-60、60-80、80-100、100倍以上的公司在產業資本增持後90個交易日內平均漲幅分別超越上證綜指9.9、9.5、12.3、11.0、14.3、11.3個百分點。

近期產業資本增持再次顯著變多。①今年5月產業資本淨增持4.4億元。從16年至今產業資本共淨減持1219億元，在主機板淨增持490億元，在中小板、創業板分別淨減持835、873億元。產業資本對主機板進行增持的動因在於主機板估值遠低於中小創。近期產業資本增持再次變多，增持對象主要集中在主機板，5月產業資本罕見地淨增持4.4億元。從板塊看，5月產業資本在主機板淨增持39億元，在中小板創業板分別淨減持15、20億元。從行業看，5月產業資本在基礎化工、醫藥、傳媒增持最多，淨增持額分別為12.2、9.7、9.3億元。②結合增持比例、總市值和業績情況，我們在近3個月產業資本增持公司中，精選未來超額收益有望更顯著的標的。篩選標準如下：累計增持股份數/總股本超2%；總市值不高於250億元；17年Q1淨利同比超10%。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。

行業點評

電子元器件：產業結構升級，成長邏輯重構

電子製造進入2.0時代，中國電子全球產業地位全面提升。近年受益于智慧手機大爆發的紅利，中國電子製造借勢而起，開始進入2.0時代，從以前比拼人力到現在比拼技術，從低端的組裝向高端的零部件、模組和系統終端挺進，中國大陸電子製造企業在技術含量和全球產業地位方面大幅提升，開啟新時代。產業地位提升包括：1) 終端地位提升：HOV和聯想等廠商全面崛起；2) 電子零部件：從中低端產品向高端聲光電全面挺進；3) 核心模組：攝像頭、指紋識別、鋰電池、無線充電全面出擊。展望未來，IC晶片、設備與材料將成為下一個實現超越的重要領域。

消費電子2.0時代的新成長邏輯。剖析國內典型消費電子公司的成長路徑，業務規模、市值從小到大整體可以劃分成四個成長階段：(1) 單一業務國內巨頭；(2) 單一業務全球龍頭；(3) 多業務全球龍頭；(4) 全球平臺型企業。2014年之後手機出貨量進入穩定增長階段，零組件企業成長驅動力切換。智慧手機快速普及時代培育出一大批零元件龍頭企業，消費電子2.0時代白馬業績與市值突圍有賴於新品類、新供應鏈突破。展望17H2，我們認為iPhone 8大幅創新催生新一輪換機週期，供應商17H2預期收穫量價齊升，另外，Apple Watch 3有望帶領Apple Watch東山再起，產業鏈廠商受益。

晶片國產化之路任重道遠，短期看好封測與分立器件漲價。建廠潮下國內半導體產業整體發展勢頭良好，但由於半導體環節眾多，每一個領域擁有各自的工藝流程和專用設備，且具有投入風險，而海外龍頭的成立時間遠早於大陸半導體公司，造成了除了封測，國內半導體各個環節都與海外龍頭差距較大的局面，晶片國產化道路任重道遠。國家大力發展積體電路產業，大規模投資、海外並購是未來五年大陸半導體行業的主旋律，中長期積極關注製造業杠桿推動設備、材料投資與海外並購相關資本平臺。短期來看，下半年封測行業機會最大，另外，分立器件漲價下半年需要重點關注。

新型顯示板塊即將開啟OLED景氣長週期，同時建議關注Micro LED新進展。我們認為未來三年大陸OLED產線投資接近3000億，帶動OLED產業鏈國產化加速，國內OLED原材料供應商及設備廠商迎來重大機遇。Micro LED功耗低、解析度高，應用潛力極大，目前面臨的主要技術難題在於巨量轉移，建議保持關注。其它板塊投資機會。1) 我們認為在安防智能化大勢所趨的背景之下，安防企業也將向服務提供者和平臺運營商轉型，獲得更大的成長空間。2) 關注爆發臨界點臨近、前景廣闊的人工智慧領域機會。3) LED：供需改善，市場重回高增長；4) PCB：大陸受益兩個集中，關注FPC新興機會。

行業估值與上市公司分析。電子行業整體估值水準處於歷史均值之下，我們認為在當前風險偏好下具有投資價值。消費電子推薦蘋果產業鏈預期差標的：歌爾股份、環旭電子、德賽電池、科森科技，其它還建議關注蘋果產業鏈白馬立訊精密、信維通信、藍思科技、安潔科技、大族鐳射等。半導體推薦率先受益建廠潮的封測龍頭與受益元件漲價相關標的：華天科技、兆易創新、潔美科技、新型顯示推薦國內面板檢測龍頭精測電子。

風險提示。智慧手機出貨量低於預期，AI、IoT進展低於預期，替代性技術出現。

通信設備：5G進程提速

1、跟蹤產業政策、國內外運營商和產業鏈上各廠商，5G進程加速、美歐中頻譜劃分漸次落地、晶片-終端-網路設備產業鏈日漸完善。美國、歐洲2016年完成5G頻譜規劃分配，2017年6月國內啟動5G頻譜意見徵詢

(8月份確定)；高通、英特爾也先後於2016年10月、2017年1月份發佈5G Demo晶片或5G晶片(支援28GHz)，下半年5G智慧終端機將初次面世；華為、中興等電信主設備商也配合中國移動在北京郊區懷柔完成5G第二階段測試，後面將進入試驗網建設階段。基於國內5G和NB-IoT投資規劃情況，我們預計2017年是4G-5G過渡期間的資本開支低點，2018年將企穩(或低速回升)，2019-2021年進入5G建設高峰期。投資方向上，無線主設備商及光通信(中興通訊、烽火通信、中際裝備、光迅科技)以及光纖光纜龍頭中天科技、亨通光電，綜合估值、競爭格局及優勢地位、行業趨勢，作為5G的核心推薦標的。

2、物聯網NB-IoT部署，國內政策推動、加快進程。6月15日，工信部正式發佈《關於全面推進移動物聯網(NB-IoT)建設發展的通知》，要求2017年底40萬個、截止2020年150萬個NB-IoT物聯網基站建設，基本實現三大運營商窄帶物聯網的全國覆蓋。從受益標的上，首先中興和華為將分割國內運營商NB-IoT追加的資本開支，中興通訊受益明確，重點推薦；其次公用事業、基礎設施等場景的窄帶物聯網應用將率先爆發，建議關注新天科技、金卡智慧、三川智慧、漢威電子等在智慧水錶、智慧燃氣表、智慧水務等方面的物聯網應用推廣進程。同時，宜通世紀(關注與中國移動物聯網合作的落地)、高新興(收購的中興物聯業務發展超預期)依託外延轉型物聯網進展順利，推薦。

3、圍繞“新技術週期+中國力量崛起”的產業趨勢，結合2017年機構配置通訊行業的風格演變，預計下半年“一線龍頭仍領漲，二線藍籌將發力”：

1)、我們以300億市值為分割，300億市值以上一線藍籌(4只)：除已停牌的中國聯通，年初至今、一線龍頭中興通訊、亨通光電、中天科技領漲通信板塊，推薦；尤其重點推薦中興通訊，對標愛立信、諾基亞的業務趨勢及市值，給予中興通訊長期看2000億以上市值的判斷。

2)、以80億~300億市值為二線藍籌市值標準，基於內生成長性和競爭力，重點關注10只：烽火通信、中際裝備、星網銳捷、海能達、宜通世紀、光迅科技、億聯網路、光環新網、鵬博士、海格通信，分佈於光傳輸設備、光模組、企業網、專網、物聯網、企業融合通信、民營IDC&電信運營商、軍工通信八個細分領域的龍頭，建議積極佈局。

3)、政策方面，下半年重點關注5G產業鏈和NB-IoT產業鏈進展，以及國務院雲計算牌照的發放進度、運營商推動物聯網發展在投資和資費政策方面的變化。

風險提示：短期市場波動風險。

傳媒：看好傳媒三維度推薦股票

近期傳媒板塊呈現較強相對收益，龍頭表現亮眼的同時，前期超跌的題材股也開始活躍，最近國企改革、遊戲電競等主題表現亮眼，尤其是昨日傳媒國企的表現逐步反映國改預期的提升；傳媒國企具備估值低，現金充沛，外延便利等特徵，符合今年市場風格，強調“龍頭+國改+超跌”三維度薦股邏輯，重點推薦中文傳媒、皖新傳媒、完美世界、三七互娛、新文化、萬達電影。

1) 板塊首推遊戲，龍頭增速高且確定性較強，受益行業集中度提升的大背景，核心推薦完美世界、三七互娛、遊族網路；2) 關注國改的深化以及在政策優惠、股權等方面的利好：中文傳媒、皖新傳媒、南方傳媒。3) 選擇具備強行業壁壘，且前期有超跌的細分龍頭：萬達電影、視覺中國、分眾傳媒。同時在流動性冰點之時，可以逐漸佈局估值低、下跌多、增速好的小市值公司：新文化、世紀鼎利、百洋股份。

風險提示：行業增速下滑、產品表現不及預期、商譽減值風險、估值中樞下移。

汽車：建議關注特斯拉核心器件供應鏈

- 1、 新能源汽車，未來空間在新能源乘用車，供應鏈“低端向下、高端向上”，我們認為選股思路集中在市場化競爭充分的龍頭公司，未來特斯拉是最核心的供應鏈。
- 2、 我們預測2020年全球新能源汽車銷量基準，認為2020年中國新能源乘用車約150萬，特斯拉全球約100萬，全球總銷量約500萬。
- 3、 我們認為特斯拉代表汽車科技方向，並且特斯拉【國產化】或將兌現，拉動上游資源端和核心元器件。目前時點，考慮估值水準、特斯拉彈性和長期成長空間，建議關注特斯拉核心器件【廣東鴻圖、安潔科技、精鍛科技、中科三環、天汽模、先導智能、信質電機】等。

風險提示：國產化速度低於預期，系統性風險大幅釋放。

農業：產能去化疊加消費升級，海參行業煥新春

- 1、 海參養殖基本情況。海參是我國一種重要的傳統海產品，自古便有“海八珍”之首的美譽。我國海參種類主要有北方的刺參以及南方的梅花參、茄參等。其中，刺參營養價值較高，具有較高的市場佔有率。目前，我國海參產業已經基本形成山東、遼寧和福建三足鼎立的競爭格局。
- 2、 歷史發展階段與供需分析。從20世紀90年代至今的20多年發展進程中，我國海參產業大體上經歷了兩大發展階段，分別為高速增長期和結構調整期。20世紀90年代中期到2012年為高速增長期，我國海參行業在這一時期保持高速增長的主要原因，是可支配收入帶動下的高消費需求大大超過了產能約束下的低產量供給；2012年至今為結構調整期，海參行業陷入衰退的主要原因，是政策外生衝擊導致消費需求大幅萎縮，多因素刺激下的產能大幅擴張無法實現短期調整，從而導致供需結構嚴重失衡。
- 3、 2016年下半年海參價格大幅上漲之謎。從2016年7月份到年末，海參價格從80元/公斤上漲至130元/公斤左右，漲幅高達62.5%。2016年下半年海參價格出現大幅上漲，是長短期因素共同作用的結果。從短期來看，16年夏季高溫 and 暴雨天氣導致海參減產疊加四季度季節性需求高峰，供不應求推高海參價格；從長期來看，產能調整下散戶退出，消費升級背景下產品定位轉變，行業景氣度長期向好的確定性上升。
- 4、 對2017-2018年海參價格變動趨勢的預測。秋捕海參價格：海參投苗量首次下降出現在2015年，按照2-3年的養殖週期計算，17、18年海參秋捕產量將連續下滑；此外，16年高溫暴雨天氣導致海參大量死亡，市場斷層需要至少一年修復期。我們認為消費需求將保持平穩增長，預計17-18年秋捕海參價格將繼續大幅上漲。春捕海參價格：2017年4-6月份，春捕海參價格出現較為明顯的上漲，我們認為主要原因是16年海參大苗供應嚴重不足導致投苗量大幅減少，春捕海參產量低於往年同期水準。我們預計17年海參投苗量將恢復至正常水準，疊加上半年是海參消費淡季，18年春捕海參價格將保持平穩。
- 5、 海參產業轉型升級是大勢所趨。標準化方面，《食品安全國家標準：幹海參》已進入實施階段，將對引領行業健康發展起到重大作用；規模化方面，目前海參行業集中度處於迅速提升期，我們認為海參養殖和加

工上市企業將憑藉成本和產品品質優勢，進一步提高市場佔有率，實現規模擴張。建議關注：好當家、獐子島。

風險提示。海參價格大幅下跌。

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。