

宏觀

金九風光不再，禍兮福之所倚！

進入9月份以來，向來火爆的“金九”風光不再。不僅汽車零售增速同比轉負，地產銷售增速也出現大幅下滑，從一二線到三四線城市地產銷售全面轉負。今年以來三四五線地產的熱銷對穩增長起到了重要貢獻。但從我們監測的19個三四線城市來看，6月份銷售增速尚在20%，8月增速歸零，9月以來增速是-22%，增速創下2014年以來新低。比如蕪湖市7月地產銷售增速為22.4%，8月降至-20%，9月降至-31%；寧波8月地產銷售增速為16%，9月降至-45%；溫州8月地產銷售增速為30%，9月降至-16%。

在最近幾年，支撐地產銷售的主要動力在於居民舉債。14年以前，中國居民部門每年的新增總貸款（包括公積金貸款）維持在3萬億左右，15年升至4.6萬億，16年升至7.1萬億。17年上半年新增總貸款4.3萬億，同比多增9300億，同比增速為27%。今年上半年，全國地產銷售面積同比增長16.1%，銷售金額同比增長21.5%，估算全年地產銷售面積接近18億平米，接近2000萬套，遠超當前人口結構和城市化水準對應的1000萬套左右剛需，這意味著地產市場高燒不退的本質是全民借貸投機買房。

而17年居民的新增舉債幾乎全部來自於短期貸款。17年上半年居民新增短貸9500億，同比多增6300億，占居民新增總貸款的2/3。7、8兩月的公積金貸款資料還沒有披露，如果僅以商業貸款來觀察，17年前8個月居民新增5萬億商業貸款，同比多增9100億，其中僅短期貸款就同比多增8200億。17年前8個月的商品房銷售金額同比多增約2萬億，考慮到貸款的杠桿效應，這意味著今年以來地產市場銷量的增長絕大部分來自於居民的新增短期貸款。

但進入8月份以來，居民部門舉債能力出現了顯著的下降。一方面，監管部門開始嚴查消費貸，8月居民戶新增短期貸款2165億，同比新增696億，同比新增額為2月以來新低。另一方面，由於央行在金融市場維持高利率，商業銀行在成本壓力下持續上調房貸利率，全國首套房平均利率已經回升至5%以上，8月份的居民戶長期貸款降至4470億、同比少增816億，連續4個月同比負增。在長貸、短貸全部受限之後，8月份的居民戶新增貸款總額為6635億，同比下降120億，為15年6月以來首次在非春節月份出現同比負增長。

禍兮福之所倚。居民的收入增長是相對穩定的，如果居民對地產的舉債過多，雖然在短期有利於地產銷售，可以幫地產企業減負，可以刺激經濟增長，但長期看卻是增加了居民的債務支出，擠壓了其長期消費能力。因此，如果未來居民的舉債受到抑制，雖然會對地產泡沫形成衝擊，但只有居民的償債能力穩定了，其長期消費潛力才能夠得到保證，也更加有利於中國經濟長期從工業投資向消費服務經濟的轉型。

策略

以穩為進

①中樞抬升震盪市的格局微變，6月初提出的震盪市向上波段未結束，參考歷史，市場振幅有望向上拓寬。
②8月經濟資料公佈後市場結構已經微妙變化，多個行業輪漲後業績和估值匹配度更重要，且要考慮博弈因素。
③目前市場可為，以穩為進，如估值盈利匹配較好的金融和消費白馬，市場博弈角度重視建築。

風險提示。業績不及預期，經濟增速下滑，金融去杠杆超預期。

從企業和投資的角度看新三板市場

從掛牌企業角度，看新三板市場。掛牌新三板對中小企業來說成本是每年都存在、可以量化的，而未來可能獲得的收益是一個不確定的未知數。對企業來說，需要衡量和判斷自身有沒有這個能力。

新三板頂層（已IPO和準備IPO）和末層（退市）的企業加起來約占掛牌總數的10%，另外90%的企業處於中間段。對這些企業來說，既然已經選擇了掛牌新三板，走上了資本市場的道路，唯一的路就是守底線謀發展，為自己的和資本的結合謀求更好的發展。

從投資機構角度，看新三板市場。總體來看，新三板近兩年的投資狀態越來越謹慎，以看為主，多看少動。新三板合格投資者數量的增長顯然低於企業掛牌增長的速度，總體流動性不足。私募機構是投資新三板的主力軍，但未來的潛在投資資金非常可觀。

從財務指標來看，約有4-8%的企業已經達到了IPO的標準；投資創新層企業的性價比較高。

總結。新三板更接近於是一個公開的PE市場，不完全是股票投資市場，更接近於股權投資市場，流動性會受到一定的限制，投資期限也會比較長。對於新三板企業來說，需要守底線謀發展；對於投資機構來說，重視合規、盈利模式、財務指標，把資金投到符合標準的企業，相信企業和投資機構，都能夠最後獲得滿意的結局。

風險提示：新三板流動性低，政策不及預期。

行業點評

傳媒：萬億教育市場新龍頭進化論（一）：回顧新東方、好未來持續增長“神話”

新東方、好未來年收入規模合計超二百億，發展歷程有借鑒意義。發展較早的K12及大學課後輔導培訓板塊市場相對成熟，進入高速整合期。新東方、好未來、達內科技、楓葉教育等龍頭企業湧現。2017FY，新東方、好未來合計收入超兩百億人民幣，在美股估值也都紛紛邁入百億美元陣容，市場認可度較高。結合行業趨勢，未來百億收入企業料仍將湧現，教育龍頭如何打造及提前佈局值得思考。以史為鏡，新東方、好未來的發展歷程有一定借鑒意義。

北大學子走向講堂，不一樣的創始人團隊，持續進步，奠基企業文化。無獨有偶，新東方、好未來的創始人團隊都畢業於北大。在教培行業極度零散，缺乏人才的階段，俞敏洪、張邦鑫等分別投身到當時急缺的留學英語、數學培訓中去。學習、學術基本功疊加對教學品質的高要求驅動，為企業文化奠基。

興起行業高增長，破舊立新，口碑養成，標準化課程下品質和複製潛質並舉。（1）新東方成立於90年代上半葉，起步留學英語培訓，後逐步延伸成為綜合外語、留學業務服務商。90年代，一方面我國留學政策進一步放開，留學生人數增長迅速；一方面外資不斷進入、對外投資也逐步加大，在職人員英語培訓需求強勁。好未來成立於00年代上半葉，奠基奧數培訓，後逐步發展了全科課後培訓。21世紀的前十年，正是課後輔導需求逐步增大，品牌服務商不足的階段；（2）不同於其他培訓機構小富即安，兩家機構都把客戶滿意作為第一標準，狠抓服務和教學品質，通過招聘優秀教師並給予遠高於同行的待遇水準，建立聽課制打分制，人才和制度並舉，保證了高於同行業的教學水準。在教育之都的北京，迅速聲名鵲起，成為學生趨之若鶩的明星企業；（3）儘管都依賴名師吸引學生，但兩家公司都迅速建立了強大的教研團隊，課程逐步標準化，為後續複製到更多城市和地區埋下伏筆。

登陸美股，借力資本和品牌，邁向全國；自我反覆運算升級，課程體系、管理水準不斷提升。發展過程中，兩家公司都逐步建利了現代公司制，並通過登陸美股，為股權激勵等奠定基礎。借力資本優勢和品牌優勢，一方面逐步完善課程體系，辦學多元化，課程內容逐步豐富，形成教育培訓綜合服務商；一方面成功布點上海、廣深，再下沉到其他二、三線城市。

教育科技為先，大力發展雙師課堂線上教育；卡位素質教育等新興領域。新東方、好未來目前都非常重視教育科技投入。從成立以來，好未來就把互聯網與教育的結合作為發展重點，投資家長幫（目前全國最大的家長論壇），設立學而思線上、海邊教育等；新東方自2000開始發力線上教育業務，目前新東方線上是其主要教育科技投資及運營平臺，2014年起公司在堅持內容提供者定位的同時，打造O2O戰略，教育科技的支持，正推動公司高速發展。與此同時，從不固步自封的兩家公司積極拓展了素質教育、幼兒、雙師教育，新興領域的戰略卡位，有望保證公司後續持續的市場競爭力。

收入持續高增長，K12課後培訓市場成最大增長驅動，細分領域發展階段戰略當相時而動。兩家公司上市以來收入規模都保持了較高的增速，2017FY分別增長27%、77%。儘管起步于留學英語，目前新東方的K12學科輔導已經佔據55%的份額，2017FY增速達44%，對比其他業務增速在11%左右。主要業務為K12學科輔導的好未來2017FY收入增速在70%以上。K12課後培訓市場，市場存量大，且正處於增長與集中度提升的黃金階段，行業龍頭坐享紅利。對比看來，留學人數增長趨慢，留學及外語培訓行業集中度已經較高，以上特質限制了相關公司在子領域內進一步高速發展。教育行業現在各子領域發展階段不同，如幼教行業發展較慢，集中度較低，明星品牌正在養成，高速增長可期，但全國性的品牌仍在建立，加上政策層面對幼稚園普惠制的推動，未來的市場格局和商業模式尚不明晰。不同子領域的投資和關注點應有所不同。

現金流極佳，財務指標健康；培訓板塊回收期短，複製速度快。對比新東方、好未來財報可見，儘管在高速發展佈局期，兩家公司的ROE都保持在15%以上；資產負債和流動指標健康。現金體量巨大，且流動比率較高，一方面帶來較大的利息和短期投資收入，一方面也體現了培訓行業對資本投入要求較低。整體來看優質教育培訓行業能夠實現快速複製，優勢明顯。相對的，幼稚園、中小學及高校建設，週期較長、早期資金投入較大，招生增長較慢，後期相對穩定，地域壁壘更強。

教育產業集中度、管理水準、整體規模都有望提高。（1）經濟增長進入新階段，公辦教育投入逐步增大的背景下，教育資源的相對稀缺將長期客觀存在，教育消費高速增長；（2）一方面品牌集中趨勢加速在教育行業尤為凸顯，較高的機會成本促使學生只買對的，價格敏感度相對較低，行業利潤率高，優質企業料將自

我革新，做大做強；（3）民促法修訂案落地，行業有限制向資本化、營利性放開成為必然，另一維度促使優質人才、戰略投資者的進入，提高管理水準，加速行業整合。

萬億市場下，各細分子領域成熟度有別，發展機遇、競爭格局不一。教育產業市場規模巨大，未來整體增長預期較強。浩大的市場下，幼稚教育、中小學學科輔導、素質教育、成人職業教育等的各細分子領域發展階段不一，受到的地域、政策和財務投資特質限制不一。線上教育、雙師教育等新商業模式、新細分領域也不斷衍生，發展。

投資建議：新民促法9月1日正式實施，我國在美股及港股上市的教育類標的迎來開門紅。新東方、好未來9月份以來漲幅超6%，跑贏同期大盤指數；H股教育板塊自9月1日以來持續拉升，新高教集團（+54.63%）、民生教育（+37.41%）、楓葉教育（+30.42%）等漲幅較大，板塊整體漲幅超同期市場水準（同期恒生指數漲幅0.56%）。業績持續向好和市場信心是上述上漲主要原因，另外民生教育8月中納入深港通，國內投資者的加入，部分程度也提升了公司的市場表現。對比看A股方面，儘管部分上市公司教育業務業績表現不俗，但市場情緒較為平淡、謹慎，板塊個股表現不一，呈震盪態勢。

民辦教育行業目前面臨政策、需求多維度利好，正處於行業集中度提升、品牌升級凸顯和新興品類爆發多重機遇，具有資本、管理優勢的企業發展機遇持續向好。對比思考新東方、好未來的成功經驗、行業背景，我們認為（1）教育板塊正處於成長期的細分子領域較多，行業空間較大；（2）標準化的課程體系、現代化的管理制度能夠幫助企業高速增長；（3）資本驅動背景下，部分企業能夠通過投資佈局獲得優質品牌和團隊，快速發展。

佈局教育產業的A股上市公司業績增長較好，但教育業務規模不一，原有業務差異大，一定程度上對業績有影響，資產結構優化正當時。教育板塊眾多領域資產證券化率較低，管理水準差強人意，運營和資本化提升空間較大。整體看來，A股教育類上市公司發展前景仍可觀，有望學習和複製行業龍頭經驗，借力上市公司平臺融資和品牌優勢，通過業績提升驅動估值、市值提升。建議重點關注細分領域龍頭、融資和投資能力強、管道資源占優的上市公司，擇機佈局。我們覆蓋的上市公司中，推薦：龍頭股：威創股份、新南洋。低估值：世紀鼎利、百洋股份。國改：皖新傳媒、廣弘控股、長江傳媒、南方傳媒。

風險提示：民辦教育促進法修訂案各地配套政策落地不及預期、高考改革及其他升學政策變動、人口增長不及預期、投資並購及IPO環境變化、經濟增長不及預期、市場風險等。

商業貿易：新零售的邏輯、案例與展望——我們的乾貨分享

2017年新零售業態應接不暇，我們理解，無論是電商，還是實體零售商以何種形式創新何種業態，都是以消費者需求為導向，最終引領行業向更高效率、更優體驗、更高性價比方向發展，受益的都是消費者，新零售變革殊途同歸。當前時點，我們對新零售的產業變革充滿期待，更加期望明年今日，在大浪淘沙後強者恆者，同時也不乏獨角獸公司在大勢之下厚積薄發。

新零售的驅動力。（1）供給端的技術創新：互聯網技術賦能線下，使人貨場可完全資料化、更加智慧化，並衍生出諸如無人零售等新業態模式；資本紛紛湧入，推動技術反覆運算創新。（2）需求端的新群體和消費新時代：中產崛起驅動消費升級，年輕一代更為追求個性、品質、性價比。（3）商業回歸本質：①獲客成本上漲：唯品會平均獲客成本由2013年64元增至2016年94元，測算單個活躍用戶貢獻的毛利已可覆蓋行銷費用，但利潤空間縮小；測算阿裡新增單個活躍用戶的行銷費用2015年已超其毛利貢獻。②線上投放VS線下開店：結合敏感性分析，測算線下開店的年收入為同等金額線上行銷投放帶來增量收入的1.1-1.5倍，即管

道權衡之下，當前時點線上下做生意可能更划算；且在目前獲客成本仍持續上漲的情況下，線上投放性價比的提升只能來源於更高的客單價或複購率。③從淘品牌韓都衣舍、三隻松鼠來看，品牌商的線上運營成本較線下並無顯著優勢。

電商的新零售邏輯。（1）阿裡的新零售戰略更多基於平臺和分享思維，包括參、控股實體零售商，以盒馬鮮生為排頭兵，推進淘咖啡、無人汽車超市、智能家居、天貓小店等，將互聯網技術賦能線下，以降低成本、提高效率，優化購物體驗等。（2）盒馬鮮生：資料化、規模化、平臺化。①四不像模式對標消費者需求，發揮技術、供應鏈與用戶端競爭優勢，預計擴張上將結合自營與合作逐漸在全國開設2000家門店，輸出技術和模式以賦能零售合作夥伴；②測算4-8個月實現單月盈利：典型盒馬門店因初始投入較大，規模效應明顯，即隨著培育成熟，無論是坪效還是淨利率均有較大環比改善空間；測算第1-4個月平均虧損率或超8%，第4-8個月淨利率1%-2%，即可能在6個月左右實現單月盈利；第8-12個月淨利率或超3%，以上折合全年淨利率0.2%-0.5%；③盒馬模式漸跑通，或隱含B2C生鮮電商的不經濟：我買網每單12元的毛利遠低於20-30元的配送費用，而盒馬每單保守按15%-20%毛利率仍有12-16元毛利，完全可覆蓋其約5-10元的配送成本。

（3）京東的新零售戰略以自有物流和供應鏈為核心，將線上自營優勢延伸至線下，保證品質和高效配送；入股永輝、投資天天果園和錢大媽等，與沃爾瑪戰略合作、攜手騰訊和百度、開設京東之家，拓展加盟便利店、試水辦公室無人值守零售等。（4）小米&網易嚴選：引領品質電商，加強線下體驗。①小米佈局“手機→手機周邊→智慧產品→生活耗材”產品線，加快拓展線下，一手以高性比產品引領中國電商品質升級，一手以高效的生態鏈體系激發鯰魚效應推動中國製造業升級；②網易嚴選攜先發優勢和網易平臺資源，以ODM為新中產提供高顏值、高性比商品，建立“嚴選”模式，近期以酒店、生活體驗館加快佈局線下。

實體零售商的新零售邏輯。以下是我們基於新零售邏輯重點推薦的三家A股零售龍頭。新零售下實體店的價值在於使用者與資料，營造消費場景引流，最後1-3公里的配送價值。①永輝超市：超級物種反覆運算創新，合夥人機制保障效率；估計7-8月同店小個位數，開店提速，即將迎三季報持續高增長，以及隨後的估值切換；沿“超市+餐飲”同邏輯的還有百聯RISO、步步高鮮食演義、天虹Sp@ce等；②蘇甯雲商：產業變革加速，龍頭競爭平衡；公司2H16以來線下盈利改善，線上成長提速，物流金融拼圖完成，已度過互聯網零售轉型階段，步入成長機遇期；③天虹股份：轉型創新上走在百貨業同行前列，2011年以來圍繞內容與管道轉型、數位化，強化自身經營優勢，積極推出多種創新業態。

風險提示：消費持續疲軟；國企改革進程不達預期；轉型創新進度的不確定性。

電氣設備：風電板塊有望迎景氣反轉

風電裝機預期已修正，底部佈局機遇來臨。市場對於17年的裝機預期逐步向下修正，年初預計有搶裝行情，此後需求預期逐步下調，目前已基本完成修正，我們預計17年風電新增裝機量為20-23GW，同比持平略有下滑，裝機不達預期的主要原因包括：（1）補貼調整卡的是核准時間，17年實際上是槍核准；（2）北方6省紅色預警，裝機難放量。

我們認為目前風電行業已經在底部，龍頭公司金風科技17年一致預期估值僅13倍，具備較高安全邊際；預計今年起棄風下降是行業最明顯邊際變化，新核准項目18-19年逐漸落地，行業恢復平穩增長；風電目前成本已逼近平價上網，行業受政策的波動性越來越小，自發的成長性逐步顯現；建議關注風電龍頭金風科技。

風險提示。政策不達預期；行業競爭加劇；行業過度擴產；產品價格波動。

互聯網軟體與服務：智慧安防產業鏈是今年的AI主軸

AI晶片發展波瀾壯闊，引領人工智慧發展浪潮：我們全年圍繞人工智慧這條主線，2月開始看好智慧安防，首推海康威視和大華股份，強調智慧攝像頭角色從單純的資料抓取向識別、支付、分析等角色轉變，是AI的最先落地；5月提出雲和端的再平衡，智慧終端機的興起，AI的電腦視覺技術在終端走向“專用化”道路，在雲平臺走向“通用化”道路；7月強調AI下游應用場景為王，最先落地的是視頻；同樣地，手機也是場景化資料的典型。8月至今，重點推薦了四維圖新、東軟集團和中科曙光。

雲和端的再平衡在智慧晶片推動下持續前進，AI產業面臨著以周來計算的產業變化：華為、蘋果等紛紛推出攜帶專用晶片的移動計算平臺，而英特爾推出的第一張王牌產品Lake Crest也正式亮相。國內方面，海康大華等安防巨頭推出智慧前端產品，商湯曠視產品持續火熱，伺服器廠商中科曙光，浪潮資訊也紛紛將推出智慧晶片和AI伺服器，雲計算的底層技術正走向CPU+GPU+專用晶片。預計以寒武紀為代表的神經網路晶片仍將受到熱捧，智慧化晶片將引領終端、AI、雲計算走向下一個發展階段。

智慧安防是終端智慧化和場景資料典型：AI晶片的應用，核心還是在於應用場景和用戶體驗。評估一個AI公司，最重要是能否把持好的應用場景，帶來資料的不斷積累更新和技術提升。對於B端來說，新安防管理需求催生的升級換代和整體解決方案能力，具有特徵性的場景資料集和視頻入口，相關龍頭公司在人臉、視頻結構化、大資料等領域的持續投入等等，都使得智慧安防成為終端智慧化和場景資料的典型，有望提前爆發。推薦標的：海康威視，大華股份，東軟集團，四維圖新、中科曙光。

風險提示：部分細分領域資訊化投入不及預期，短期市場波動風險。

石油化工：關注油價上漲的投資機會

9月21日，布倫特原油價格收于57.2美元/桶，已達今年以來的最高水準。

油價反彈的原因分析：（1）6月油價下跌17%基本對原油庫存增加、美元加息、卡達斷交風波等利空有了較充分的風險釋放。（2）美國原油庫存的持續下降、美元走弱等帶動油價反彈。（3）沙特有意減少原油出口量、沙特阿美上市預期等助推油價上漲。我們認為，原油價格雖然讓在45-60美元/桶的區間內窄幅震盪，但年內油價仍有望震盪上行。

原油價格反彈的五類投資機會：（1）油氣開採公司直接受益，新潮能源、洲際油氣、新奧股份、中天能源等；（2）業績彈性大的石化公司，桐昆股份、榮盛石化、恒逸石化、恒力股份、衛星石化、東華能源等；（3）油服與設備類公司訂單、收入有望增長，中海油服、石化油服、通源石油等；（4）優質的煤化工公司的成本優勢顯現，華魯恒升、魯西化工等；（5）綜合油氣公司，中國石化、中國石油。

風險提示。原油及石化產品價格回落。

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。