

## 宏觀

### 稅改漸行漸近，影響是輕是重？——特朗普減稅的影響及分析（更新版）

本月初參議院的稅改法案通過，而在兩周的快速協調討論後，參眾兩院形成了最終版本法案，並將在本周進行投票，如均通過，將提交總統簽字頒佈。特朗普上臺以後，政策推進屢屢受挫，如果減稅法案此番得以通過實施，將是最重要的一項成果，對特朗普和共和黨至為關鍵。預計樂觀情形下稅改法案將在今年耶誕節前頒佈。

對比參眾兩院版本和協商後的最終版本，除了大企業所得稅的生效時間以外，大部分條款與參議院通過版本一致。而對比現行版本，最終版本在企業稅方面：將大企業所得稅率從35%大幅下調到21%，並且在2018年生效；允許企業對設備投資進行一次性費用處理而不是成本攤銷，將企業海外回流利潤的所得稅率從35%下降到15.5%-8%。在個稅方面：提高了個稅免徵額、兒童稅收抵扣額、遺產稅起征點並將醫療費用抵扣部分擴大，同時還降低了各等級個稅稅率。但是對小企業所得稅、個人稅收等級劃分、是否廢除遺產稅方面，最終版本沒有在現行版本上作出重大改變。

理論上減稅能刺激經濟增長。歷史上，雷根和小布希的減稅也都伴隨著發生了經濟的回升，並且都出現了企業利潤和投資增速加快、居民消費支出同比反彈。本次法案對企業稅的影響主要體現在：第一，企業所得稅率的調整提升企業利潤。第二，設備投資費用化，或將對企業短期投資有較強促進。第三，降低海外回流利潤的稅率吸引資金回國投資。對個稅的影響特點是：涉及大多數美國人，但對富人減稅力度更大。但是，減稅也不是萬能靈藥，其另一面對應著政府收入減少，赤字和債務攀升，大幅減稅的可持續性面臨考驗。

我國廣義宏觀稅負在中等水準，但考慮到經濟發展階段和福利政策，稅負又顯得偏高。一方面我國非稅收收入占比高達47%，仍有降低空間。另一方面我國稅收收入中增值稅也仍有簡化空間。未來唯有加快國內改革，激發效率和活力，鼓勵創新和產業升級，才能推動經濟可持續、高品質的增長！

## 策略

### 價值龍頭攜手成長龍頭——論2018年市場風格

風水輪流轉。大小風格切換在A股、美股、港股普遍存在。對股市風格的研究一般聚焦於大/小盤風格或者價值/成長風格，大小盤都有可能是成長股，但通常消費、科技類行業和小市值的公司中誕生成長股更多。美股、港股、A股都存在典型的大小盤風格輪換特徵，美國大小盤輪換週期長度為3-6年。香港大小盤輪換週期是2-5年，A輪換週期2-3年。2016年1月底至今的價值風格演變經歷了三個階段。醞釀期（2016/1-2016/6）、風格確定期（2016/7-2017/7）、風格轉化擴散期（2017/8-至今）。

誰是決定風格的核心變數。流動性鬆緊對風格影響不大，對整體行情影響更直接。錢多時大票占優，錢少時小票占優。從大趨勢看兩者確有這樣的相關性，但在04-05年、05-06年、08-09年、16年至今都出現過背離。

經濟基本面對風格有一定的影響，經濟資料好轉時利於大盤價值股。經濟上行階段大盤占優，下行階段小盤占優，但大小風格和經濟基本面也在2009-10年、2012年出現背離。盈利趨勢才是影響風格的核心變數。站在長週期看基本面決定股價漲跌，盈利趨勢分化是風格切換的分水嶺。無論是2013年開始的創業板牛市還是2016年1月底開始的大盤走強，背後的核心變數都是盈利。在某時間段內，相對估值觸及區間極值易促成風格轉變。

龍頭效應延續。邏輯一：自主品牌崛起，各行業集中度持續提升。16年以來大盤價值風格盛行的宏觀背景是我國產業結構轉型期，行業集中度提升成為這一時期的典型特徵。美、日經濟轉型期都出現這一特徵。龍頭公司憑藉資金實力和管理經驗，盈利能力超越市場整體水準，互聯網強化龍頭強者恒強的趨勢，從盈利層面支撐龍頭效應延續。龍頭效應延續，邏輯二：外資及機構資金持續進場。明年機構配置資金和外資進場將是大概率事件，而散戶以及杠杆資金則存在不確定性。邊際增量資金影響市場風格，配置型資金和外資風格更偏價值，從資金層面支撐龍頭效應延續。

價值龍頭攜手成長龍頭。展望中期，我們認為基本面和資金面均支持龍頭效應延續，但在價值龍頭估值修復邏輯演繹之後，市場將更加關注以中證500為代表的成長龍頭的業績增長，市場風格有望由價值龍頭擴散到成長龍頭，兩者攜手前行。當前上證50、中證100 PEG均在1.0左右，位於近十年以來中間位置，我們預計18年PEG在1.0附近。中證500 PE (TTM) 28倍，17Q3 淨利潤同比42%，預計17、18年淨利同比45%、25%，當前PEG 0.7處於近十年以來低位，預計18年PEG為1.1，估值盈利匹配度較好。

風險提示：經濟增長速度快速回落；通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 行業點評

### 傳媒：2017年遊戲資料點評——整體收入回暖，手遊佔比近6成，細分品類增長迅速

2017年國內遊戲市場收入回暖達2036.1億元，遊戲使用者規模5.83億人趨近飽和。根據遊戲工委等機構發佈的2017年遊戲產業資料，2017年國內遊戲市場收入達到2036.1億元（+23%），且自2014年收入增速下滑以來首次實現增速回暖，我們判斷主要與今年手游持續高增長以及端遊回暖有關；使用者方面，2017年中國遊戲使用者規模達5.83億人（+3.1%），用戶增速創新低，滲透率到達高位，整體遊戲市場使用者已趨近飽和，符合我們對國內遊戲人口紅利趨近尾聲的判斷，未來行業增長的重點在於產品精品化背景下使用者付費率和ARPU值的提升。

從收入結構來看，移動遊戲占比57%，仍為行業增長引擎。根據遊戲工委資料，自2016年開始，移動遊戲收入占比（49.2%）首次超越端遊（35.2%）成為第一大品類，2017年移動遊戲收入占比提升至57%，份額持續增加，各大端游、頁遊出身的遊戲廠商紛紛推出“端轉手”、“頁轉手”產品，釋放IP轉化紅利；用戶端遊戲的收入占比31.9%，同比去年小幅下降，依然為占比第二的細分行業；網頁遊戲占比7.6%，比去年同期下降3.7個百分點，整體規模仍在萎縮。其餘細分領域包括社交遊戲（2.7%）、家庭遊戲機遊戲（0.7%）、單機遊戲（0.1%）等領域整體收入規模仍然較小，占比變化不大。

三大遊戲領域——移動遊戲維持高增速，端遊回暖，頁遊持續下滑。1）2017年中國移動遊戲市場收入1161.2億元（+41.7%），依然保持著超300億的增長幅度，移動遊戲使用者規模5.54億人（+4.9%），用戶數同樣飽和。手遊整體進入精品化時代，大DAU和高ARPU值產品不斷湧現，我們判斷整體行業仍處高速增長階段；2）端遊方面，2017年端遊收入648.6億元（+11.4%），一改2016年負增長的局面，回暖顯著，我們判斷端遊的回暖主要與今年PC端的現象級遊戲《絕地求生：大逃殺》的火爆有關，帶動PC遊戲及相應網吧業態的回暖；3）

頁遊則仍維持負增長的態勢，整體收入156億元（-16.6%），增速下滑有所擴大，使用者規模也呈下滑趨勢，我們判斷頁遊連續兩年的下滑主要受用戶需求改變、新產品減少以及手遊崛起等因素的影響。

投資建議與推薦標的。我們推薦遊戲版塊，2017年行業收入增速回暖，移動遊戲仍維持高速增長態勢，細分領域亮點頻出，行業景氣度依舊；同時在行業集中度提升的背景下，具備“優質IP+研運一體+出海發行”能力的公司將持續搶佔更多市場份額。2018年相關龍頭公司估值已低，產品矩陣豐富。重點推薦：完美世界、三七互娛、遊族網路、帝龍文化、中文傳媒、寶通科技。

風險提示：端游頁遊增速下滑，行業競爭持續激烈，用戶獲取成本上升。

## 電氣設備：全國統一碳市場正式開啟

事件：國家發改委於2017年12月19日（昨日）下午4:15，召開全國碳排放交易體系啟動工作新聞發佈會，並回答記者提問。全國統一碳市場正式開啟。

1. 全國統一碳交易市場正式開啟，預計未來將逐步完善；
2. 初期配額量預計將在30億噸左右。首批將納入發電行業，覆蓋1700多家電力企業，總排放量30多億噸，預計配額分配量30億噸左右，未來隨著市場逐步成熟，將納入更多的行業以及排放量較小的企業，總的配額量有望在未來達到50-60億噸；
3. 碳配額價格預計在30元/噸左右：目前各試點碳配額均價在20-25元/噸，我們預計統一碳市場配額價格將大概率在30元/噸左右，過低的碳價也不利於減排的推進；預計碳市場交易金額初期在數十億元/年，未來納入期貨後交易量預計會爆發增長。
4. 商業模式：初期碳盤查/碳核査，未來在CCER納入市場後將開啟較大空間。未來在CCER納入到統一碳市場體系之後，我們預計CCER市場占配額比例最高不超過10%，第一階段CCER使用量不超3億噸，按30元/噸，年最大市場價值近百億元。
5. 投資建議：未來受益領域包括碳資產管理公司（說明客戶申報CCER獲取分成）、以及風電光伏運營商等能夠獲得CCER的企業。

風險提示：統一碳市場發展不及預期；CCER納入統一市場進度不及預期。

## 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。