

2017年12月29日

銷售部 - 投資策略

宏觀

實體經濟觀察——平穩收官，略顯疲態

需求：下游地產、汽車、紡服走弱，家電、文娛改善。中游鋼鐵、機械走弱，水泥走強，化工偏弱。上游煤炭改善，有色分化，交運尚可。

價格：11月70城房價增速再降，上周國內生資價格漲跌互現，國際油價回升。

庫存：下游地產、乘用車去化。中游鋼鐵回補，水泥、化工去化。上游煤炭有平有去，有色回補。

下游行業：

地產：12月44城地產銷量增速回落，百城土地成交增速下滑。乘用車：11月汽車製造業營收下滑，12月乘用車批零均走弱。家電：11月家電出口漲多跌少，海外經濟復蘇帶動外需回升。紡織服裝：11月子行業收入增速全面下滑，銷量升價格降。文體娛樂：上周電影票房人次增速大升，市場開啟賀歲行情。

中游行業：

鋼鐵：上周鋼價回檔，噸鋼毛利再降，開工率仍處低位。水泥：上周全國水泥均價震盪上行，庫容比再創新低。化工：上周PTA產業鏈價格跌、負荷率降，滌綸POY去庫存。機械：11月各子行業收入增速大幅下跌，需求明顯回落。電力：12月發電耗煤增速反彈，年底工業生產回歸平穩。

上游行業：

煤炭：上周煤價普遍上漲，電廠庫存去化，鋼廠庫存持平。有色：上周LME銅價升、鋁價降，銅鋁庫存雙雙回升。大宗商品：上周原油價格再升，CRB指數續升，美元指數下跌。交通運輸：上周航空客運增速回升，BDI、CCFI指數均降。

固定收益

資管增值稅落地，影響幾何？

自2016年3月財政部發佈36號文以來，資管產品增值稅的繳納可謂一波三折。12月25日，財政部發佈90號文，就資管產品銷售額的確定作出最新規定，也意味著資管產品增值稅塵埃落定，將於2018年1月1日起正式徵收。

資管產品如何繳稅？資管產品管理人為納稅主體。站在資管產品管理人的角度，資管產品有三種應稅行為：管理費、貸款服務、投資。因管理資管產品而固定收取的管理費，應按照“直接收費金融服務”繳納增值稅；

運用資管產品資產發放貸款取得利息收入，應按照“貸款服務”繳納增值稅；運用資管產品資產進行投資等，根據取得收益的性質，判斷其是否發生增值稅應稅行為，並按現行規定繳納增值稅。站在投資者角度，投資資管產品是否繳納增值稅需看產品是否保本。若是保本型資管產品，投資人取得的利息收入需要繳納增值稅，若是非保本型產品，持有至到期投資人免增值稅，當然若在到期前轉讓，保本與非保本資管產品都需要對買賣價差繳納增值稅。

不同產品間：公募基金有優勢。銀行、券商、保險自營機構的投資不屬資管產品，根據底層資產繳納6%的增值稅，可抵扣進項稅；公募基金和其他資管產品按簡易計稅方法，3%的徵收率徵收；公募基金有特殊的稅收優惠，買賣債券和股票時的差價可以免征增值稅，而其他資管類機構利息收入和買賣價差都需要繳納增值稅。

底層資產間：信用債和非標影響更大。底層資產中，股票屬於非保本產品，分紅可免增值稅，只對買賣差價收稅；國債、地方債、政金債、同存等的利息收入暫免增值稅，只對買賣差價徵稅，而信用債和非標資產一般會被認定為保本產品，利息收入和買賣差價都需要繳納增值稅，相比利率債受影響更大。值得注意的是，最新的90號文規定，對於在12月31日之前買入的股票、債券、基金等，可自主選擇按實際買入價或17年最後一個交易日的估值作為買入價。對於今年投資債券浮虧的管理人，選擇實際買入價計算應稅額更為划算，這樣處理也可對沖未來部分稅收壓力，但19年開始需正常繳納。

後續或仍有“補丁”出臺。現有的資管產品增值稅徵收體系還有許多事項沒有劃定清楚，爭議點集中在是否保本的界定（比如可轉債、永續債、ABS等是否為保本品種）、持有至到期的界定（比如開放式公募基金難以界定持有到期）、金融商品轉讓範圍的界定（比如新三板股票等品種是否在範圍內）以及保本資管產品可能存在的重複徵稅問題。前期資管行業增值稅起征日一再延後，也反映出市場爭議比較大，對於未明確的問題以及實際操作中出現的新問題，後續可能還有政策“補丁”出臺。

對資管行業和債市的影響。

資管野蠻生長告終。過去幾年，以銀行理財為代表的資管產品爆發式發展，稅收、監管等制度建設則相對較慢，一方面加速了行業的擴大，另一方面也導致監管套利、剛兌難破、風險積聚。資管新規後資管產品將轉型為淨值型，而增值稅的開徵將提高資管產品運營成本，收益率趨降，整體而言，資管產品對於公眾的吸引力將有所下降。

資管產品收益趨降。資管產品運營過程中發生的增值稅應稅行為以管理人為納稅人，但稅負也會沿著資產管理產品的投資鏈條向上、向下傳導。稅負向上傳導會壓減投資回報率，稅負具體轉嫁的程度取決於雙方的稅收彈性和議價能力。假設銀行理財中70%的持倉配置信用債等需繳增值稅品種，平均票息5%，且暫時都處理為非保本類產品，若維持稅後利差水準，僅利息收入上的繳稅將大致使得理財收益率下行10BP左右。

企業融資成本趨升。稅負成本向下傳導會推升實體經濟融資成本。以債券市場為例，在新發債券的招標時，資管機構會考慮增值稅的因素，可能會推高發行利率。如果資管產品對接的是專案類資產，資管機構還可能會和專案端談判，要求適當提高借款利率。當然，稅負向底層資產的傳導是個比較慢的過程，具體的傳導程度也要看投資者、產品管理者和底層融資主體之間的協調。

信用利差趨於擴大。資管產品各類底層資產中，對於利息收入，國債、地方債、金融債等均免征增值稅，而信用品（信用債、非標、保本理財產品等）則均需繳納，信用債相對於利率債的稅後收益率下降，若要保持原來的稅後利差水準，信用利差有走擴的壓力。如對於3年AA+信用債，目前收益率約5.5%，資管產品需要繳納的增值稅為18BP。當前3年AA+信用債與3年國開債的利差約75BP，考慮增值稅後，若要維持這一利差水準，

其稅前收益率需為5.69%，較現有收益率提高19BP。除了增值稅因素，資管新規、信用風險等因素也將推動信用利差上行。

行業點評

房地產：龍頭溢價，板塊五分！

行業基本面：高位回落，但不認為會出現失速狀況。

- 1) 展望18年需求端。我們認為影響一二線城市需求的限購限貸政策大概率會持續，但考慮自身經濟穩定性因素，未來可能會出現適度放鬆監管，從而市場呈現邊際改善效應。2018-2020年棚改目標較前三年略有降低，且進入較難棚改部分，因此我們認為棚改同比速度將放緩。以上因素導致18年總需求同比17年下降。
- 2) 相關資料預判。我們對18年基本面預測資料為：全國住宅銷售面積同比增速-10%/金額-5%，新開工面積同比增速0%，土地購置金額同比增速10%，房地產開發投資同比增速5%。

政策面：因城施策、分類監管。行業從2015年開始已經逐步擺脫過去大一統的調控思路。中央層面更多給予視窗指導，同時賦予地方政府在房地產調控層面更大自治許可權。

- 3) 差異化政策將長期持續。考慮中國不同類型城市房地產發展情況存在明顯差異，預計18年有保有壓仍是重點。差異化調控更有利於房地產市場整體平穩，防止市場大起大落。2) 行業集中度提升邏輯不會改變。政策差異帶來行業總量高位，增速處於低位成為趨勢。不同類型企業對此適應能力差異巨大，從而加速集中度提升。

龍頭溢價，板塊五分。預計龍頭基本面優勢和投資邏輯在2018年將繼續強化。此外，當住宅銷售增速逐步下行後，房地產行業子板塊邏輯將不斷提升。我們預計住宅、商業、房地產服務、工業地產和混業經營的各子板塊龍頭都將得到市場重視。

上市公司分析。我們繼續看好：1) 海通地產五虎組合—萬科A、保利地產、新城控股、陽光城、藍光發展；2) 穩定成長企業，包括招商蛇口、華夏幸福、華僑城A、廣宇發展；3) 子板塊龍頭，包括世聯行、光大嘉寶。

風險提示。房地產行業與國家政策緊密相關，一旦國內未來採取更加嚴厲的調控措施將直接影響行業未來發展。

傳媒：遊戲產品內容為王同類競爭高品質者方能最終致勝

核心觀點：遊戲產品內容為王，同類競爭中高品質者方能最終勝出。《絕地求生：大逃殺》（俗稱“吃雞”遊戲）自今年3月份在Steam平臺上線以來獲得巨大反響，國內廠商紛紛佈局移動端的吃雞遊戲。目前網易發佈的《荒野行動》在國內日活突破2000萬，穩居iOS免費榜榜首；終結者2海外版《Rules of Survival》最高登頂42個國家iOS遊戲免費榜榜首，遊戲品質得到國際認可。複盤網易“吃雞”之路，我們認為“先發制人+優秀產品品質+借力直播推廣”是其成功關鍵。未來在同類產品競爭加劇的環境下，品質為王方能最終勝出。

吃雞手遊大戰爆發，網易取得階段性勝利。《絕地求生》空前火爆，引發國內各廠商佈局吃雞類手遊。前期小廠商群雄逐鹿，百花齊放，而後隨著大廠商的加入，局面逐漸轉為網易、騰訊兩強爭霸。根據極光大資料的統計，截至12月3日，網易出品的《荒野行動》在國內日活達到2499萬人，日新增用戶220萬人，遙遙領先其他競品。《終結者2》海外版最高登頂42個國家iOS遊戲免費榜榜首。在產品變現方面，網易《荒野行動》憑藉著龐大的用戶基數，在12月21日開通支付管道後迅速進入IOS暢銷榜前五名。綜上，我們認為目前網易已經在國內吃雞手遊大戰中取得了階段性的勝利。

複盤網易吃雞之路：先發制人，研運並重。複盤網易“吃雞”之路，首先公司在在大廠商中較早推出產品，佔據市場先機。從產品品質上看，網易的兩款產品全部使用自研引擎，遊戲穩定性和適配性最佳。行銷上公司充分利用了遊戲直播等新媒體管道，彌補了自身缺乏強社交網路的短板，在短時間內迅速收割市場。我們認為，網易能夠在激烈的競爭中脫穎而出，根本還在於公司堅持“修煉內功”，重視原創和創新，不斷培育自主研發能力。網易在吃雞手遊領域的短期領先看似平常，實則是其近二十年遊戲研發實力的積澱。

未來展望：短期網易占優，長期諸強混戰仍有變數。我們認為吃雞遊戲的競爭才剛剛開始，長期看究竟誰主沉浮仍有懸念。

一方面，騰訊依靠《絕地求生》正版IP的加持與自身社交網路的推廣，仍有可能後來居上；另一方面，未來越來越多的二線遊戲廠商加入競爭，諸強混戰進一步增加了吃雞手遊市場的變數。

投資邏輯和標的推薦。現階段“吃雞”類遊戲空前火爆，有望成為遊戲市場的下一個風口。關注國內遊戲業兩大龍頭公司：網易（NTES.O）和騰訊（00700.HK）。A股推薦完美世界：老牌端游巨頭，A股最優質的遊戲內容研發商，未來有望憑藉出色的產品研發能力，打造更多遊戲爆款。關注中文傳媒（旗下智明星通吃雞遊戲《Last Battleground: Survival》在東南亞等海外市場表現優異），遊族網路和三七互娛。

風險提示。政策監管趨嚴風險、市場競爭加劇風險、產品變現不及預期風險。

新能源板塊：光伏堅定平價大趨勢，風電景氣反轉確定性高

光伏：堅定平價大趨勢

18年補貼政策落地。發改委2017年12月22日公佈2018年光伏發電價格政策：地面電站下調0.1元/度，I類、II類、III類資源區標杆上網電價分別調整為每千瓦時0.55元、0.65元、0.75元（含稅）；分散式採用“自發自用、餘量上網”模式的分散式光伏發電項目，全電量度電補貼標準降低0.05元。

堅持平價上網大趨勢。根據能源局規劃，2020年光伏行業將實現用戶側平價上網，根據我們測算，目前光伏度電成本約為0.6-0.7元/度，我們預計2020年度電成本有望下降至0.4元/度電左右，用戶側平價將提前實現，甚至部分地區已實現發電側平價；而“分散式市場化交易”試點政策已經發佈，意味著光伏風電有望成為第一個打破電網壟斷的電力種類，平價之後行業市場空間完全打開。

關注：林洋能源，通威股份，隆基股份，陽光電源，正泰電器。

風電：景氣反轉確定性高

風電上網電價政策是按核准時間執行的，核准後2年內開工，相比光伏弱化搶裝；根據能源局指導意見，17年新增30.65GW建設規模，但是中電聯資料前三季度並網量為9.7GW，我們認為裝機不達預期一方面是由於補貼政策為企業預留了開工時間，拿到核准鎖定上網電價的企業更傾向於晚開工以獲取更低裝機成本，另一方面17年風電環保審批趨嚴、裝機地域南遷等因素，導致部分企業開工延後；

我們估算目前市場已核准待建項目累計超100GW，裝機需求旺盛只是時間延後，考慮1-1.5年專案建設期、3-6月並網週期，我們預計18年開工率有望復蘇，19年並網資料復蘇、開工進入高峰期，另外內蒙古、寧夏最新棄風資料已經脫離紅色警戒區，明年有望為需求注入新動力，市場化交易規則出臺，南方風電場建設熱情將明顯加大；預計17-20年新增裝機量有望達20GW、26GW、33GW、38GW；行業目前處於景氣底部，預計未來2年大概率景氣提升。

關注：金風科技，天順風能。

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。

煤炭：煤炭板塊估值被低估

- 1、煤炭板塊估值低，且基本面繼續好轉，往18年看，我們認為供需格局很可能好於市場預期。
- 2、我們維持2018年度策略報告觀點，長期看估值已經被低估。
- 3、建議關注露天煤業，陝西黑貓，潞安環能，山西焦化，神火股份。

風險提示：政策限產恢復和需求恢復時間不確定。12月上旬的鋼廠鋼材庫存下降資料可能有誤差。

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。