

宏觀

穩量提質，新舊轉換！——2018年《政府工作報告》解讀

全國十三屆人大一次會議於3月5日在北京召開，國務院總理李克強作政府工作報告。今年的政府工作報告釋放了哪些信號？與往年有何不同？

保增長為了啥？經濟通脹穩字當頭，18年GDP增速目標6.5%，CPI增速目標3%，均較17年持平。保增長兼顧三重目標，分別是經濟轉向高質量發展階段實際、決勝全面建成小康社會需要，以及就業吸納能力。就業目標重要性凸顯，18年新增就業目標1100萬人，登記失業率目標4.5%，均較17年持平，新增調查失業率目標5.5%。展望未來，我們認為：經濟仍有下行壓力，18年政府工作報告中經濟增速部分去掉“在實際工作中爭取更高結果”，反映政府對經濟的預期較為謹慎，而中央政府下調財政赤字率、下調鐵路投資，地方政府普遍淡化或下調投資增速目標，也都指向淡化增長、投資衝動不再；通脹可控、強弱逆轉，17年PPI高企、CPI溫和，但18年以來，國內生產資料價格下滑拖累PPI下滑，食品低基數效應令CPI回升，兩者強弱正在逆轉，但PPI持續回落疊加豬價大幅走低，意味著CPI整體穩定。

財政還積極嗎？財政赤字率目標下調，18年財政赤字率目標降至2.6%，財政赤字目標維持在2.38萬億元。下調赤字率目標主要緣於17年名義GDP及財政收入增長超預期。積極財政力度減弱。赤字率下滑、新增赤字歸零意味著財政政策力度減弱，但從歷史比較來看，18年財政政策依然積極。18年財政政策兩大亮點，一是支出結構優化，財政支出向創新驅動、三農、民生等領域傾斜，中央財政赤字零增長，而地方專項債大幅跳升至1.35萬億元。二是減稅降費力度加大。18年將為企業和個人減稅8000億元，為市場主體減輕非稅負擔3000億元，總額較17年翻番，覆蓋範圍也從企業擴大到居民。

貨幣松還是緊？首次未提貨幣增速目標，18年未提M2和社融增速目標，而是“保持廣義貨幣M2、信貸和社會融資規模合理增長”。17年貨幣政策實際偏緊。雖然17年初貨幣政策基調仍是穩健中性，但年中去杠杆發力，控總量政策下，M2增速大跌至8.2%。18年經濟去杠杆，貨幣政策更靈活。18年金融去杠杆進入中後期，經濟步入去杠杆階段，貨幣政策將由“實質偏緊”轉向“鬆緊適度”。在打好防範化解重大風險攻堅戰的背景下，流動性勢必面臨較大波動，需要央行相機抉擇維護流動性合理穩定，調控或不僅限於數量型，淡化M2及社融增速目標將為央行貨幣政策提供更多空間。

供給側加還是減？供給側改革領銜九大工作目標。18年政府工作目標中，供給側改革仍居首位，其中“發展壯大新動能”和“加快製造強國建設”對應補短板，“繼續破除無效供給”對應去產能；“深化放管服”、“進一步減輕企業稅負”和“大幅降低企業非稅負擔”對應降成本。供給側改革重在補短板、降成本。17年供給側改革重心在去產能和去庫存，強調的是給經濟中低效而冗餘的部

分做減法，而18年供給側改革的重心在補短板、降成本，強調的是給經濟活力做加法，給企業盈利做加法。

改革向哪深化？改革推向縱深，尋求突破。18年將以改革開放40周年為重要契機，推動改革取得新突破，增強內生發展動力。其中，國企改革的重點在於推進國資投資、運營公司改革試點，以及推進混合所有制改革，而支持民營企業發展勢必要求打破國企壟斷和行政壟斷。財稅改革的亮點一是健全地方稅體系，推進房產稅立法，二是改革個人所得稅。金融改革主要有兩大變化，一是多層次資本市場改革的重心轉為推動債券、期貨市場發展，二是較去年增加了深化利率匯率市場化改革。

新舊轉換之年。18年兼具了十九大開局之年、“十三五”承上啟下之年、改革開放40周年的三重定位，因而將是淡化增長、注重提升質量的一年。而質量提升的驅動力來自於改革，包括供給側改革和基礎性關鍵領域改革，其過程則表現為經濟結構的新舊動能轉換。

固定收益

業績為王，把握龍頭——龍頭轉債投資價值分析

近期股市偏成長，龍頭仍佔優。近期成長板塊表現更好，一是源於IPO發行制度改革的討論，註冊制改革期限延期，而富士康首發通過標誌著“獨角獸”企業IPO“綠色通道”正式通車；二是代表性價值龍頭的業績不達預期；核心源於目前價值和成長的估值匹配度較為接近。而成長股內部依舊是龍頭佔優，成長龍頭估值和盈利趨於合理。18/2/12至18/3/9創業板50、創業板指、創業板綜漲幅分別為17.7%、16.6%和16.0%，而今年以來這三個指數漲幅分別為7.0%、5.9%和0.6%。可見無論是主板還是創業板，依舊是龍頭漲幅居前，源於盈利表現更好，估值和盈利匹配度較佳。

轉債同樣是龍頭表現更好。今年以來漲幅前三轉債為：造紙業龍頭的太陽轉債、鋼鐵信息化龍頭的寶信轉債、區域性城商行龍頭的寧行轉債，漲幅分別為39.4%、23.9%和19%，對應正股漲幅分別為27.9%、43.4%和13.9%。

業績為王，把握龍頭。18年股市業績驅動為主，龍頭盈利更好。從股市驅動因素來看，18年貨幣政策保持中性穩健，利率下行靠的是基本面驅動、融資需求回落驅動，因此大幅下行空間有限。這意味著股市的驅動力仍為業績支撐。而在中國經濟發展重質量輕數量、人口紅利結束、城市化進程過半的背景下，行業擴容空間收窄、行業集中度不斷提升，龍頭效應將是中長期趨勢。從投資者結構來看，機構投資持股佔比提高，以及A股納入MSCI指數有望帶來外資資金流入，或將提升龍頭公司估值。重視創新和服務業等新興產業。隨著地產銷售、投資增速大幅下滑，以及PPI漲幅回落，18年工業企業利潤增速或再度承壓。十九大報告提出中國社會的主要矛盾已經轉化為“人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分的發展之間的矛盾”，這意味著消費的升級和轉型將是經濟發展的主要驅動力。大力發展服務業、推動技術創新、發展戰略新興行業將是出路。海通策略團隊測算18年A股週期、地產行業淨利潤增速相對於17年有所下滑，而消費、科技類業績增速均有望提高。

從轉債市場來看，市場大幅擴容，自下而上投資或更有效。過去幾年轉債市場規模小、流動性一般，參與投資者有限，屬□“小眾市場”。但隨著轉債市場擴容，可選標的增多，“面值以下買入坐等上漲”的投資方式不太適用了，轉債投資更加自下而上，選股擇券能力更加重要。更為重要的是，轉債市場擴容使得轉債投資者更加豐富，例如權益投資者、絕對收益投資者的進入，這些投資者對轉債正股的瞭解更多，持倉有正股，也會注意到對應轉債的投資機會。

建議關注價值與成長龍頭轉債的低吸機會：①濟川轉債（核心產品醫保優化、劑型拓展；OTC領域持續加速拓展，收入有望持續增長）、②大族轉債（激光及自動化設備龍頭，多款小功率激光設備銷售快速增長）、③生益轉債（全球覆銅板龍頭，漲價提振盈利，下游應用領域高速發展）、④金融轉債：甯行、常熟、光大（轉債流動性好，下調撥備覆蓋率和貸款撥備率提高銀行淨利潤）、⑤隆基轉債（單晶替代多晶趨勢不可逆，公司龍頭優勢明顯，但今年以來矽片多次降價）、林洋轉債（電站運營規模快速擴張、N型單晶組件帶來長期成長性）、⑥鐵漢轉債（PPP加速落地驅動業績提速，多次收購實現業務互補，設立並購基金髮力環保領域）、⑦藍思轉債（蓋板玻璃龍頭，受益5G和雙面玻璃大趨勢，大股東延遲解禁）。

風險提示：基本面變化、股市波動、價格和溢價率調整風險。

經濟下行漸明晰，流動性趨於平穩——從兩會看債市走勢

經濟目標持平，下行趨勢明晰

經濟、通脹、就業目標與17年持平。18年政府工作報告對今年的GDP、CPI的目標增速定在6.5%和3%左右，與2017年持平，就業目標也與17年基本一致。我們預計18年經濟韌性仍存，完成全年6.5%的增長目標或壓力不大，而在食品價格低基數下，18年CPI預計將回升至2.4%左右，PPI則有望回落。通脹整體依舊溫和，不至於對貨幣政策形成大的制約。

經濟下行趨勢明晰。從政府工作報告中對未來經濟的定調可以看出，目前已經淡化總量增長目標，更加重視經濟質量和經濟結構，因此或不會重複以前依靠房地產、基建等拉動經濟增長的舉動。18年財政支出將受制於赤字水平，基建資金來源受限，下行壓力較大。而地產更加強調長效機制，加之棚改力度減弱，地產銷售和投資均有回落風險。因此18年經濟的下行趨勢是比較明確的。

貨幣穩健中性，流動性趨於平穩

貨幣政策穩健中性，淡化貨幣增速目標。18年政府工作報告中貨幣政策的基調依舊是穩健中性，與17年差別不大。央行則表示18年貨幣政策將會密切關注實體經濟的變動，保持鬆緊適度。此外，18年政府工作報告中沒有提及社融和M2增速目標，央行的解釋是隨著金融市場結構、金融產品在不斷地變化，M2已經不是一個非常精確的衡量貨幣政策鬆緊的工具。並且表示會逐漸從關注廣義貨幣的數量變化，慢慢轉到對於價格（即利率水平）的關注。

流動性趨於平穩。18年在貨幣投放沒有大幅增加的情況下，市場的資金面相對於17年明顯改善，債市也迎來一波上漲。其原因在於資金需求出現明顯回落。反映實體經濟資金需求的核心指標社會融

資總量餘額增速，在過去的4個月內從13%大幅降至了11.2%。未來隨著中國經濟增長方式的轉變，經濟增長依靠的貨幣數量會減少，資金的運用更有效率，流動性也將趨於穩定。

赤字率下調，債市供給壓力緩解

赤字率下調，國債淨融資持平。18年財政赤字率目標下調至2.6%，財政赤字持平在2.38萬億。我們預計全年國債總發行量3.8萬億，相對於17年增加5000多億（不含特別國債），淨融資額持平在1.49萬億。地方債發行量下降，債市供給壓力緩解。地方債方面，預計全年淨增3.78萬億，較17年下降約3000億，發行總量約4.53萬億，比17年多增加1700億。可見，國債淨發行量持平，地方債淨發行量不增反降。從3-12月平均月發行規模來看，我們預測記帳式國債和地方債分別較17年小增470和160億。

利率拐點已現，慢牛趨勢延續

從宏觀角度來看，M2增速可以看做資金供給，而社融增速可以看做資金需求。17年金融去杠杆，導致M2增速持續回落，而經濟加杠杆導致社融增速持續高企，社融和M2增速差距擴大，資金供不應求使得利率持續上升。18年以來社融增速回落，意味著經濟已步入去杠杆階段，而M2增速趨穩，意味著金融去杠杆到了中後期，社融和M2增速差距縮小，資金供需改善。無論是17年末企業貸款利率的回落，還是今年以來債市的全面上漲，都印證利率的拐點已經出現，未來債市的每一次調整，都是配置機會。

策略

上市制度改革將改變市場生態

核心結論。①美股發行制度更側重市場分層管理，而A股更強調業績標準，這導致A股企業在景氣高點上市後業績頻頻變臉，週期類公司紮堆上市導致A股結構失衡，BATJ類公司無緣登錄A股。②我國經濟降低杠杆率和產業結構升級均需大力發展直接融資，預計發行制度改革方向為：推進註冊制和退市制度改革實現優勝劣汰，為獨角獸企業開闢綠色通道，為中概股回歸安排合理機制。③上市制度改革將提高A股科技股佔比，股市將更真實反映經濟轉型，真正有業績的科技龍頭計入指數成分會優化股指。

我國發行制度的特點及不足。①A股發行制度更強調業績標準，美股則偏重資本市場分層管理。我國IPO發行制度的財務標準較為嚴苛，而海外成熟市場則更為靈活，上市標準都不僅僅以淨利潤為單一考核指標，而是綜合考慮總資產、股東權益、市值等因素，上市標準多樣化，以吸引不同類型企業上市。②目前A股過分倚重財務標準的發行制度存在一些不足：一是企業在景氣高點上市後業績變臉現象不斷。統計2000年以來新股在A股上市前後業績，新股整體在上市前三年年化淨利同比為39%，後三年則降至21%，可見A股上市公司在上市後普遍存在業績變臉現象。自2000年以來，週期行業IPO企業數量佔比達47%、融資金額佔44%，而消費行業融資企業數量佔29%、融資金額佔20%，科技行業融資企業數量佔比19%、融資金額佔比11%。二是週期類公司紮堆上市導致A股市場結構失衡。三是嚴苛的財務標準令BAJT類公司無緣登陸A股。

A股發行制度改革的方向。步入新時代，我國經濟結構迎來轉型升級，科技創新和製造強國均需大力發展股權融資。第一，降低杠杆比率需要加大直接融資。第二，產業結構升級需依託強大的直接融資體系來培育新經濟新企業。結合當前研究和政策信號，我們預計未來A股發行制度改革將在以下幾方面有所突破：一是長期看註冊制和退市制度改革助力實現資本市場優勝劣汰。更市場化的註冊制將支持更多企業上市，而配套的退市制度則會強制不符合條件的企業退市，從而實現A股市場的優勝劣汰。二是為獨角獸企業開闢綠色通道。目前世界各交易所對優質創新企業的渴望越發熱切，均在不斷調整上市制度以吸引獨角獸企業。三是為中概股回歸安排合理機制，包括CDR等。長期以來A股估值偏高，中概股回歸政策的基本原則即為既要避免制度套利，又要確保優質企業回歸A股。

上市制度改革將改變市場生態。①上市制度改革將使得A股科技股佔比提高，市場結構更加合理。我國目前發行制度背景下，很多新興成長行業的領軍企業無法在A股上市。隨著發行制度的逐步優化，可以預見的是，科技類行業IPO數量和市值佔比將在A股市場逐漸升高，A股市場結構將趨向合理。②獨角獸上市、海外科技巨頭回歸，未來A股指數代表性將更強。未來類似BATJ的獨角獸在A股上市，或者海外上市的類似企業選擇回歸A股，A股的成份將會發生很大變化。③真正有業績的科技龍頭將勝出。隨著新獨角獸通過“綠色通道”上市，海外科技龍頭回歸政策的逐漸完善，盈利估值匹配度更好的優秀標的逐漸在A股誕生，存量A股科技股生態勢必將受到影響。A股科技股中估值和盈利不相匹配的偽龍頭將受到衝擊。新的科技股龍頭最終計入相關指數成分，未來指數將優化。

風險提示。註冊制改革進程和退市制度改革不及預期。

行業研究

通訊服務：建議關注5G板塊的投資機會

我們預計：3月中旬-4月中下旬三大運營商年報發佈並披露年度資本開支，4月下旬季報陸續披露，5月份工信部頒佈三大運營商5G頻譜分配，6月份5G獨立組網標準落地（移動、電信採用），下半年5G試驗網全面啟動。3-6月份，5G板塊一線龍頭政策事件驅動和基本面業績配合好。

兩會政府工作報告明確半導體、5G、工業互聯網為牽引的新興產業製造轉型升級。今年兩會國務院總理李克強關於政府工作報告中指出：“加快製造強國建設，推動第五代移動通信發展，創建‘中國製造2025’示範區”、“加大網絡提速降費力度，實現高速寬帶城鄉全覆蓋，擴大公共場所免費上網範圍……移動網絡流量資費年內至少降低30%”。我們認為，5G、工業互聯網平臺成為中國製造轉型升級的重要基礎設施保障；高速寬帶城鄉全覆蓋有利光網絡景氣度進一步延續、5G錦上添花，建議關注中興通訊、亨通光電、中天科技、光迅科技、烽火通信、中際旭創為代表的六隻5G一線龍頭個股和光網絡核心標的；擴大公共場所免費上網範圍，利好商用WIFI市場份額領先的星網銳捷、紫光股份。

風險提示：5G&物聯網進度不及預期。

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。過去的表现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。