

宏觀

機構改革的前世與今生——國務院機構改革方案梳理

在3月13日的兩會上，國務院提請人大會議審議國務院機構改革方案，意味著新一輪機構改革即將正式啟動。本輪機構改革是新時代堅持和發展中國特色社會主義的必然要求。本次改革主要涉及機構之間的職責整合和機構合併。具體來說，本次改革的思路是圍繞特定領域整合職責並組建相應的機構，這樣可以解決監管真空和監管重複的問題。

其實，1982年以來，我國已經經歷過7次機構改革，在機構改革的推進下，我國的政府機構職能實現了從計劃經濟體系向社會主義市場經濟體系的轉變，為我國的改革開放提供了重要的上層基礎。

站在宏觀研究的角度，我們認為本輪改革對宏觀經濟的影響有兩大重點和兩個關注點。兩大機構改革重點實際上與三大攻堅戰密切相關。其一，金融監管體系改革實際上是為了化解金融風險，本輪機構改革將銀監會和保監會合併，意味著“金融監管新時代”的開啟。其二，組建自然資源部、生態環境部和農業農村部能夠促進精準脫貧和污染防治，反映出中央對資源環境保護和鄉村建設的重視。兩個關注點在於科技部的強化和國稅地稅的合併。

策略

全球視角看中國股票已走牛

核心結論：①中國上市公司總市值有68.78%在A股、24.93%在港股、6.29%在美股，16年1月底點來A股漲幅較小，恒指漲71.98%，MSCI中國指數（除A股）漲90.37%，跑贏全球各大指數。②港股盈利趨勢與A股相同，走勢更強源於估值低、機構投資者為主，驗證了中國經濟基本面扎實。美國中概股走勢牛源於績優的新興行業占比更高，反映了中國經濟轉型有效。③A股新興產業占比較低源于發行制度不夠完善，上市制度改革有望優化A股。經濟由大變強的新時代，有業績的龍頭是市場真正的主線。

中國公司主要在陸港美上市，有三類代表性指數。所有中國上市公司主要可以分為三類：第一類在大陸上市（A股、B股），第二類在香港上市（H股、紅籌股和民企股），第三類在美國上市（另有新加坡上市61家，臺灣上市23家，其他地區上市44家，整體市值體量很小，暫不分析），在美國上市的中國股票通常稱為美國中概股。截至2018年3月13日在大陸上市的中國公司共3599家，總市值63.05萬億，在所有中國上市公司中占比68.78%，2016年年報淨利潤合計3.1萬億，在所有中國上市公司中占比65.43%。在香港上市的中國公司共603家，總市值22.86萬億，占比24.93%，2016年年報

淨利潤合計1.15萬億，占比24.30%。在美國上市的中國公司共138家，總市值5.77萬億，占比6.29%，2016年年報淨利潤合計0.49萬億，占比10.26%。

大陸上市中國公司新興產業占比較低源于發行制度不夠完善。我國主機板（含中小板）新股發行要求企業在上市前必須連續3年盈利，並且累計淨利潤需要超過3000萬。整體上，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。同時在由需求擴張驅動的傳統盈利回升週期中，週期股往往業績靚麗，更易滿足A股新股發行制度的盈利要求，從而導致A股週期類上市公司數量和融資金額更多。

上市制度改革將使得A股科技股占比提高，未來A股指數代表性將更強。隨著註冊制改革的穩步推進，國家對於新技術、新產業、新業態、新模式的支援力度不斷加大。360回歸A股；富士康IPO“特批”進入“綠色通道”，36天過審的“神速”展現了監管層面對於發行制度改革創新的重視。中國資本市場正在為“獨角獸”企業敞開大門。政策的傾斜將引導科技股新鮮血液的流入和回歸。可以預見的是，科技類行業IPO數量和市值占比將在A股市場逐漸升高，對應的週期類行業占比將會減小，隨著更多高成長的“獨角獸”在A股上市，A股市場結構將趨向合理，為邁向新的高點打下堅實的基礎。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。

金融工程

龍頭股效應在行業輪動上的應用

我們發現，行業整體預期盈利調整滯後於收益啟動，在觀察到行業預期盈利上調後再調整行業配置的做法並不可取。但是龍頭股預期基本面的變化領先於收益啟動，對行業次月收益率具有顯著的預測能力。若是結合歷史基本面構建複合策略，則收益分佈更為平均，多頭組合相對於行業等權組合每年均可獲顯著正向超額收益，月勝率66.3%。

風險提示：歷史規律變化風險，統計模型失效風險。

行業研究

紡織與服裝：品牌服飾涅槃重生系列 I ——漸進升級適逢其時，品牌服飾否極陽回

行業閃現新亮點，看好優質品牌服飾。品牌服裝行業是中國傳統的消費品之一，前期發展粗放，到2010年前後，電商和海外品牌加入戰局，擾動了整個市場。我們認為這個時期開始，行業才實現市場化的發展，在新時代能夠建立行業壁壘、樹立品牌形象、鎖定目標客群、提升市占率的品牌將具備長期的投資價值。

我們的觀點是：在收入增加後，消費者對中低端、大眾品類服裝的價格敏感度降低，該品類電商消費的比價需求減弱；對實體體驗需求增加，對實物預期差容忍度降低，對願意等待物流的時長縮短，

在此情況下，線下消費將被重新喚起，實體店的價值將得到重新發現。

廉價供給匹配低價需求，形成電商比價屬性。高線城市由於資訊化程度高，是電商滲透最深的地區，且可接觸到的物質供給多樣，消費意願的廣度和豐富度高。而在高生存成本的前提下，收入和消費願望的不匹配催生了對可選消費品的低價需求。電商發展初期，扁平化的銷售模式和低廉的費用降低了整體的成本費用，線上豐富的產品和低價定位，滿足了高線城市消費者對低價的產品需求。低價供給遇到低價需求，養成電商低價屬性，我們認為，價格是電商的第一需求，線上消費長期形成了獨有的屬性：整體低於線下的價格帶水平。

收入提升，非使用需求提升。2017 年全國城鎮可支配收入達到3.64 萬元，是2007 年的2.6 倍，而整體服裝的價格指數10 年來僅提升了4%，所以對於相同總價的支出，消費承受能力提升，對價格的敏感度降低。我們認為，雖然相似功能的產品，線上價格低於線下，但低價犧牲的是消費中的非使用需求。當價格敏感度降低後，對實體體驗需求增加，對實物預期差容忍度降低，對願意等待物流的時長縮短，由此我們認為行業將重新發現線下品牌的門店價值。投資建議：推薦海瀾之家、森馬服飾、安正時尚、太平鳥。

風險提示。零售市場疲軟，線上消費體驗升級快于消費者價格敏感度降低速度。

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，閣下于作出投資前，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于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、董事及雇員將不時于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。