

宏觀

馬太效應與生存偏差！——工業利潤增速“背離”的背後

累計同比≠累計值同比，工業利潤怎麼了？

去年4季度以來，統計局公佈的規模以上工業企業利潤總額累計同比增速整體保持高位，去年全年穩定在20%以上，今年略降至15%左右。與此同時，由工業企業利潤總額累計值計算得到的同比增速卻拐頭向下，去年底已降至10%左右，今年更是下滑轉負。同樣出現背離的還有規模以上工業企業主營業務收入增速，可比口徑增速仍穩定在10%，但計算得到的增速卻降至-10%。

這種背離並非孤例，幾乎是全行業的普遍現象。製造業最為明顯，下游消費類行業、中游裝備製造類行業，以及上游原材料加工類行業無一例外。公用事業行業情況相對較好，是出現微小偏差。

增速“背離”的實質：調口徑，擠水分，營改增

規模以上工業企業利潤總額累計同比和累計值同比背離，原因主要有三個：

一是馬太效應顯現，統計口徑調整。回顧歷史，“規模以上”範圍共經歷3次調整，而此前的3次背離皆與口徑調整有關。17年4季度以來的“背離”與11年類似，都是統計口徑縮小導致累計增速高於累計值增速，不同之處在於11年是統計標準上調導致口徑縮小，而本次“背離”緣於去產能政策導致傳統工業行業內部強者恒強、弱者淘汰出局、不再被計入“規模以上”範圍。

二是數據水分擠出，剔除重複統計。但馬太效應下的統計口徑調整並非唯一原因。一方面今年以來國有企業、A股非金融企業利潤增速仍在20%以上，另一方面數據背離始於17年4季度，明顯晚於去產能落實。17年4季度的關鍵變化在於統計局加強了數據質量管理，剔除跨地區、跨行業重複統計數據。作為明顯的證據，去年4季度以來，限額以上零售增速也出現明顯“背離”。

三是營改增影響顯現，非工業剝離。利潤總額不僅包含工業生產活動所產生的收益（即主營業務利潤），還包括營業外淨收入、投資收益和其他業務利潤。實施“營改增”政策前，部分工業企業將本應繳納營業稅的非工業生產經營活動納入本企業的財務核算，用以抵扣銷項稅。但在“營改增”政策實施後，服務業企業改交增值稅且稅率較低，工業企業逐步將內部非工業生產經營活動剝離，轉向服務業，這同樣也使工業企業財務數據有所減小。

工業利潤回落難免，製造業投資偏弱

未來工業利潤增速回落或在所難免。宏觀層面，從“社會融資—名義GDP—工業利潤”的傳導看，18年5月社融增速已降至10.3%，預示18年末GDP名義增速或降至8%左右，對應工業利潤增速重回零增長。微觀層面，從“收入—利潤率—利潤”的傳導看，地產投資和出口增速的放緩將拖累工業收入增長，而工業品價格漲幅趨緩將令高企的利潤率難以為繼。

從利潤到投資傳導不暢，製造業投資偏弱。企業盈利決定私人部門投資意願，融資環境決定投資能力，兩者共同決定了製造業投資。以往工業利潤領先製造業投資一年左右。但本輪盈利改善向製造業投資的傳導明顯存在阻礙——利潤改善主要由上游原材料類行業貢獻，但卻是去產能的主要行業，其產能擴張受到政策約束；中下遊行業利潤改善幅度有限，卻又面臨需求放緩、原材料成本高企的雙重約束，產能擴張意願不足，設備投資週期遲遲沒有啟動。因而盈利改善向投資回升的傳導並不順暢，下半年製造業投資或依然偏慢。

信用風險下的資產表現 ——從美國80年代銀行危機說起

隨著金融監管逐步收緊，近期信用事件頻發，不僅導致低等級信用債市場交易萎縮，同時也對股市產生不利影響。未來信用風險將如何發酵，我們先來看看美國的歷史經驗。

貸款違約升，銀行危機起。銀行監管放鬆，貸款規模擴張。石油危機導致通脹攀升，美聯儲為了抑制通脹，持續提高基準利率，大量中小型存款機構經營困難。為了解決中小機構的經營困局，80年代初監管政策不斷放鬆，小型存款機構借機快速擴張資產規模。當時存款機構的資產擴張主要是依靠貸款投放，而貸款主要投向了地產和能源領域。行業景氣下降，貸款違約激增。但是風雲突變，貸款重點投向的這些行業在80年代中後期均出現了不同程度的調整。伴隨著行業的調整，相關貸款違約率攀升，進而演變成信用風險集中爆發，大量銀行破產倒閉。

危機期調整，危機後慢牛。危機期：信用利差分化，醫療消費堅挺。銀行危機發生期間，美國國債收益率保持穩定，但信用利差出現分化，高等級信用債波動不大，垃圾債收益率飆升。而股票市場方面，危機時期美國股市出現過兩次大幅下跌，分板塊來看，居民消費相關行業的漲幅靠前。危機後：利率緩慢下行，股市溫和上升。儘管危機期間，美股指數出現過兩次大幅調整，但是如果我們把時間軸拉長來看，80年代以來，美國國債收益率持續緩慢下行，而美國股市也一直處於溫和上升的狀態。資本市場的長期健康發展得益于儲貸危機之後美國投資結構的調整。同時，機構投資者特別是養老金大量流入股市。

一樣的開始，不一樣的結局。之所以研究80年代的美國儲貸危機，是因為目前我國所處的金融環境與當時的美國非常相似。相似之處：資產過快擴張，系統風險積聚。本次信用風險積聚是因為小型銀行和非銀機構的無序擴張，同樣也是金融監管放鬆的產物。同時，和美國一樣，我國大量資金也流向了高風險領域。差別之處：波及範圍更廣，風險基本可控。但是，本次我國信用風險波及範圍更廣，並不僅限於銀行。而更本質的區別是美國的儲貸危機屬被動刺破，而我國的信用風險屬主動管理，因此我國信用風險整體可控。目前，我國還處於信用風險爆發的初級階段，但信用衝擊對我國資本市場的影響不容忽視。

短期陣痛延續，長期充滿希望。隨著下半年信用債到期規模的擴大，預計信用風險事件仍會持續發酵，但不會演變成全面危機。目前我國資本市場的反應與美國當時相似。債市方面，國債收益率和高等級信用債收益率下行，低等級信用債利差擴大；而股市方面，股票市場整體表現較弱，但日常消費和醫療保健等防守型板塊今年以來表現略好於大盤。未來短期內，預計隨著信用風險的發酵，這一趨勢仍會延續。而從長期來看，金融監管的收緊有利於修正目前資本市場的融資結構扭曲，同時針對資管行業的清理和養老金促進政策都有利於投資結構的調整。

因此，堅持金融去杠杆短期內固然會帶來陣痛，但是做正確的事情，中國的資本市場反而將充滿長期希望。

策略

港股與美股分化源於科技股差異

核心結論：①受貿易戰和美聯儲加息影響，6月全球大部分市場下跌，美股相對港股A股走強。②6月美股走強源於科技股強勁，港股中金融週期股占比較大，受投資者擔憂經濟波動而表現不佳，帶動港股下跌。③政策具備微調可能，基本面擔憂有望舒緩。港股估值優勢很明顯，港股短期可能繼續震盪，但中期向上格局不變，科技類盈利估值匹配度好。

6月全球大部分市場下跌，美股相對港股A股走強，中美貿易摩擦反復，美聯儲加息25個基點符合預期。6月中美港股市走勢分化，美股特別是納斯達克相對走強，納斯達克指數上漲0.92%，標普500上漲0.48%，恒生指數下跌-4.97%，上證綜指下跌-8.01%。從行業層面來看，6月港股除信息技術行業外全面下跌，信息技術行業微漲0.02%，電信下跌-1.66%、日常消費品下跌-3.35%、公用事業下跌-4.01%、能源下跌-5.01%、醫療保健下跌-5.40%、非日常生活消費品下跌-6.16%、金融下跌-6.92%、房地產下跌-6.06%、工業下跌-7.67%、原材料下跌-9.89%。5月底中美貿易摩擦開始出現反復，6月12日-13日美聯儲會議如期召開，FOMC宣佈提升利率25個BP，上調至1.75%-2%，符合市場預期。

6月美股走強源於科技股強勁，金融週期下跌帶動港股調整。6月美港股市走勢分化，美股特別是納斯達克相對走強。美股強勁表現源於科技權重股帶動，標普500中成分股中市值前10大公司金融週期股較少，科技股則有5家，且都排在市值前5，其中亞馬遜、穀歌、FACEBOOK幾隻權重股6月漲幅分別達4.31%、2.83%、1.32%，明顯高於標普500漲幅0.48%，帶動股指上漲，其上漲動力源於幾家公司強勁業績且受中美貿易摩擦負面影響有限。美股自身來看，納斯達克指數成份主要為科技股，科技股帶動是納斯達克指數6月漲幅高於標普500的主要原因。恒生指數權重股多為金融股與週期股6月表現不佳，恒生指數成分股中市值前10大公司除騰訊控股和中國移動全為金融週期股，其中工商銀行、建設銀行、中國石油幾隻權重股6月分別下跌-9.69%、-8.46%、-6.95%，帶動大盤下跌。整體看恒生指數中金融、週期占比分別達43.75%和23.43%，週期金融中資股占比較高，受大陸宏觀經濟影響較大。受到投資者擔憂中國宏觀經濟影響，6月港股週期、金融行業整體表現較弱，進而帶動港股下跌。

政策具備微調可能，基本面擔憂有望舒緩，港股估值優勢很明顯，科技類盈利估值匹配度好。近期監管層已經在釋放微調貨幣政策的跡象。宏觀上，6月以來央行通過公開市場操作淨投放3500億元，6月20日國務院常務會議確定通過定向降准等貨幣政策工具，增強小微信貸供給能力，還提出要堅持穩健中性的貨幣政策，保持流動性合理充裕和金融穩定運行，這釋放了流動性從偏緊向中性調整的信號，不用太擔心基本面惡化以及後期對港股進一步的負面影響。短期看，港股可能繼續震盪行情。港股2017年年報淨利潤同比增長25.2%，ROE為10.3%；已有407家公司披露2018年一季報，淨利潤同比增長12.23%，整體保持較高的盈利增長，截至6月29日，恒生指數PE（TTM）為12.6倍（07年以來33%分位）。港股盈利和估值優勢明顯，無需太擔憂。科技、地產行業淨利潤同比增長/PE（TTM）分別為71.30%/35.07倍、56.97%/7.49倍，盈利和估值匹配度較好。

風險提示：警惕美聯儲加息節奏加快和中國經濟增速疲軟導致港股下跌。

成長股盈利進入回升期

核心結論：①中小板18Q1/17年淨利同比為18%/19%，創業板為29%/-16%，TMT為12%/5%，醫藥為28%/21%，新能源汽車為-1%/-21%，成長股盈利已開始好轉。②2013-15年成長股進入盈利回升週期源於：產業政策助推移動互聯網浪潮快速滲透，金融政策鼓勵並購重組助推公司規模擴張，期間創業板淨利增速從-8.6%升至25.0%。③成長股盈利好轉源於：宏觀產業政策推動成長類景氣度向好，CDR、產業基金等金融政策支持新經濟，微觀淨利潤率和資產周轉率向上推動業績好轉。預計18年中小板淨利同比為23%，創業板為15-20%。

當前數據：成長股盈利增速開始回升。①中小創盈利出現2005年以來第四輪回升趨勢。2005年以來中小創經歷了四輪盈利回升期，分別為2005Q4-2007Q2、2009Q1-2010Q1、2013Q1-2015Q2、2016Q2至今，持續時間分別為7、5、10、8個季度。②TMT、醫藥、新能源汽車盈利處在新一輪回升趨勢。自2005年以來TMT行業（電子元器件、通信、傳媒、計算機）經歷了三輪盈利回升期，為05Q4-08Q4、12Q4-14Q2、17Q4至今，分別持續13、7、2個季度。自2005年以來醫藥行業經歷了三輪盈利回升期，為05Q4-08Q2、09Q1-09Q4、17Q1至今，分別持續了11、4、5個季度。自2010年以來新能源汽車經歷了兩輪盈利回升期，為12Q4-15Q3、17Q4至今，分別持續了12、2個季度。

回顧參考：2013-15年成長股為何盈利回升？①國內產業政策支持我國融入全球移動互聯網浪潮。蘋果、谷歌兩大巨頭帶領美國開啟新一輪的創新週期，全球新一輪產業週期開啟。2009年1月7日，工信部為中國移動、中國電信和中國聯通發放3G牌照，中國正式進入3G時代。雖然美國技術的原創性領先於中國，但中國新技術的運用推廣效率更高，從而中國互聯網公司業績比美國更好。②監管層鼓勵並購重組助推成長類公司實現從小變大。資本市場方面，監管層也出臺政策鼓勵企業進行並購重組，實現產業整合優化，助推成長類公司實現從小變大。③產業結構優化+內生外延共增長驅動成長股盈利邁入向上週期。在政策推動下，我國產業結構逐步發生變化，第三產業和消費占GDP比重提高，反映到企業層面，企業加大研發投入促創新。此外，2013-15年期間大量的並購重組也為成長股帶來不菲的外延式增長。

展望未來：這輪成長股盈利回升的根基。①供給側改革重心轉向“一補”，助力高新技術產業發展。2015年底中央提出供給側結構性改革，2016-17年政策著力點在“三去”方面，政策向傳統行業傾

斜，如PPP、棚改等等，目的是實現穩中求進的“穩”。②金融制度改革有助優化資源配置，促使新經濟做大做強。中國當前金融制度與美國1980年代較類似，均鼓勵發展多層次資本市場，提高直接融資占比，支持創新型新經濟發展。在股權資金供給端上，我國借鑒美國引導長線資金入市。③新時代基本面表現為經濟平盈利上，成長股盈利進入回升期。本輪A股盈利回升始於2016年中，展望2018年，我們認為盈利向好趨勢不變，初步測算18年全部A股淨利同比為13.5%。預計2018年創業板歸母淨利同比為15-20%，中小板為23%，電子元器件為30%，通信為5-10%，醫藥為15%，計算機為15%，傳媒為10%，新能源汽車為19%。

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。

行業研究

建築：行業環境邊際預期改善，建議適當樂觀

主要邏輯：1) 2018年“不一樣”。2018年以來建築板塊持續回調，與以往相同的是“總量預期的悲觀”，與以往不同的有兩點，一是政策博弈預期受限，即市場對目前是否要“穩增長”以及“基建”還能否充當“穩增長”先鋒角色有所疑慮；二是去杠杆環境，不僅影響施工企業融資成本和融資落地，還會影響業務的投資需求。這兩方面的市場預期對建築板塊的估值有較大壓制。2) 大環境下，行業基本面較好，但也有隱憂。建築行業在2017年年報及2018年一季度的業績和新簽訂單表現是超出市場預期的，但2018年5月份基建投資增速下滑和部分建築央企的訂單下滑，基建投資增速下滑可能影響當期業績，而從2017Q3開始的建築行業訂單增速下滑，使得未來業績預期有一定壓力。3) 貨幣放鬆或財政擴張是建築行業行情的重要觸發因素，當前出現邊際改善信號。儘管從大方向上，防範化解金融風險依然是首要任務，去杠杆方向也難轉變，但我們認為已有邊際改善的跡象。這對於建築行業預期來說，是較為重要的積極信號。從低估值、低倉位、悲觀市場預期角度看，建築有望受益市場反彈，但從5月份的訂單數據、政策方向以及放鬆的可能程度來看，以及從中觀行業比較層面看，建築難成市場的優選板塊，我們可以靜待板塊出現情緒好轉，這更多是市場預期出現較大轉變所觸發的。因此我們這個時候對建築板塊可以適當樂觀些，可以關注一些被錯殺的優質個股。

風險提示：訂單落地推遲風險、回款風險、融資持續收緊。

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。