

宏觀

高壓監管之下，還剩多少銀行“影子”？——對中國影子銀行規模的測算

何謂影子銀行？影子銀行的起源。商業銀行作為中介最主要的盈利來源於存款和貸款之間的利差，為了利潤最大化，銀行天生就有加槓杆、擴張規模的衝動。所以全球各國都會對銀行進行監管，決定了商業銀行在監管範圍內所能投放的信用資源是有限的。但隨著金融業的發展，現實中還出現了另一類非銀行的機構或行為，與銀行扮演著類似的角色，也就是所謂的“影子銀行”。影子銀行通過非銀行的渠道、工具和結構實現加槓杆，與傳統商業銀行的存貸款功能類似，但沒有接受相應的監管。例如在美國的金融體系中，影子銀行主要是圍繞證券化實現表外融資的功能，而過度的證券化與監管的缺失，帶來了高風險、高槓杆的問題，在08年的次貸危機中起到了推波助瀾的作用。中國的影子銀行。與歐美以證券化為核心的影子銀行體系不同，中國的影子銀行較少地借助金融衍生工具，主要是圍繞商業銀行業務衍生而來。國內的影子銀行可以分為兩大類，一類是金融機構的業務，其中包括銀行借助非銀金融機構等作為通道投放信用，達到規避商業銀行監管的目的，以及非銀金融機構自身作為中介發揮融資和放貸的作用；另一類則是P2P、小額貸款公司、典當行等非金融機構開展的民間融資活動。

規模有多大？作為我國影子銀行的重要組成部分，非銀金融機構近幾年快速擴張，資產管理規模超過60萬億。但是這裡面還存在大量資管產品之間的嵌套，有很大一部分是重複計算的，進行相應剔除後，截至2017年末實際通過非銀金融機構投向實體的資金規模接近30萬億。除了非銀機構的通道業務以外，股權質押融資、P2P、小額貸款公司、供應鏈金融、消費貸、互聯網金融平臺民間機構的借貸業務也屬影子銀行的範疇，其中P2P、股權質押融資和小額貸款公司規模較大，而P2P規模相比2014年末增長了近12倍。除了非銀機構和民間借貸以外，實際上還有部分銀行的表外業務也屬影子銀行，主要包括委託貸款和未貼現銀行承兌匯票。根據我們測算的總量，截至2017年末我國通過影子銀行體系流入實體的資金規模達到47萬億，其中非銀金融機構、民間借貸和其他銀行表外的影子銀行形式流入實體的資金規模分別在29萬億、5萬億和13萬億。可以說，非銀金融機構是影子銀行資金流入實體經濟的主要通道，而銀行的表外業務規模也不小。

監管收緊，影響幾何？今年以來，以資管新規為代表的金融監管政策相繼出臺，其中大部分是針對非銀金融機構的通道業務，再加上P2P爆雷、股市調整衝擊股權質押融資，根據我們初步測算，今年上半年我國影子銀行融資規模萎縮約2.3萬億，遠遠高於央行非標統計中的萎縮1.3萬億的規模。社融增速下降首先衝擊的就是主要依靠非標融資的地產、融資平臺和小型民營企業。隨著融資渠道的惡化，這些企業面臨再融資風險，導致違約率上升。而信用風險的不斷發酵將導致貨幣創造放緩，在央行維持貨幣邊際寬鬆的情況下，實體經濟獲得的流動性仍會收緊，最終將導致經濟增長承壓。

行業研究

房地產：淺灘臥龍終得水，倒海翻江立乾坤 —物業行業深度之行業篇

行業空間廣闊，萬億規模可期。我們假設2022年物業行業總管理面積為245.2億平米，假設2022年末物業服務管理面積中住宅比重為74%，辦公比重為6.5%，商業比重為10.5%，其他比重為9%。考慮到儘管物業費定價已放開，實際漲價仍有壁壘，2017年各物業類型物業費價格上調微乎其微，假設2017-2022年物業費不漲價。照此計算，我們預計截至2022年末物業行業總規模可達到10000億元。行業規模持續擴大，集中度逐步提升。近年來，城鎮化水平不斷提高、居民收入及人均住房建築面積快速增長的背景下，物業服務需求持續旺盛。2013-2017年，百強企業管理規模呈現加速擴張態勢，管理面積年均複合增速達到20.28%，市場份額從16.28%增長至32.42%，十強市場份額從4.85%提升至11.06%，未來有望進一步提升。

商業模式升級，社區O2O打開盈利增長極。物業管理企業的盈利模式主要有兩類：1) 通過提供傳統的物業管理服務向業主收取物業管理費。以基礎物業服務為主的企業主要通過項目的獲取來擴張管理面積以實現收入的可持續性增長；2) 通過提供增值服務收取費用，包括業主增值服務（空間運營收入、房屋經紀、電商服務、社區金融、家政服務及養老服務等）和非業主增值服務（顧問諮詢服務、案場服務、工程服務等）。增值服務主要通過輕資產輸出平臺擴大用戶基數，外加不斷嫁接新增值服務項目來實現收入的增長。2017年百強企業增值服務以18.2%的收入創造了41.7%的利潤，成為盈利能力的重要增長點。

投資建議：給予房地產行業旗下物業服務行業子版塊“優於大市”評級。物業服務行業處於行業擴張期，管理面積的快速增長以及佈局社區O2O使得行業盈利能力具備較大提升空間。我們選取了AH上市物業服務公司做了估值對比，2017年行業平均PE水平在31倍，預測2018-2020年業績下對應PE分別在26.7倍、20.4倍、15.8倍。海外可比公司FSV在2018年之前的歷史PE水平在60-110倍，2018年由於業績高增長，PE水平下降至25倍。考慮到中國的物業服務行業相比海外成熟市場仍處於高速增長期，我們認為當前物業服務行業估值水平理應對應FSV的高估值階段，給予房地產行業旗下物業服務行業子版塊“優於大市”評級。

風險提示：人工成本上升風險；規模過快擴張風險；增值業務拓展不及預期風險。

石油化工：尋找現金流向好的優質化工公司

跨行業對比現金流指標選擇。在行業對比中，我們主要比較4類現金流指標：1) 速動比率（速動資產/流動負債）；2) 銷售現金比率（經營活動產生的現金流淨額/營業收入）；3) 淨現比（經營活動產生的現金流淨額/歸母淨利潤）；4) 經營活動產生的現金流淨額/總資產。

速動比率有待進一步提高。在29個大類行業中，石化行業（0.58）排名第26位，基礎化工行業（0.96）排名第17位，化工行業整體的速動比率低於行業平均。

銷售現金比率較高。石化行業（12.0%）排名第7，基礎化工行業（7.2%）排名第15位。由於石化行業中石油和中石化體量較大，對指標的影響程度較高，在剔除兩桶油後，石化行業銷售現金比率為6.5%，排名第16位，表明化工企業銷售獲得的現金能力較強。

淨現比位居全行業前列。石化行業（689%）排名第1，基礎化工行業（131%）排名第11位。剔除兩桶油後，石化行業淨現比為355%，排名第3位，化工行業淨現比整體高於1，表明化工企業淨利潤有較充足的現金流作為支撐。

資產產生現金能力強。石化行業（12.7%）排名第1，基礎化工行業（4.4%）排名第14位。剔除兩桶油後，石化行業經營活動產生的現金流淨額/總資產為5.7%，排名第11位，表明化工企業資產產生現金的能力較強。

個股現金流研究指標選擇。在個股對比中，我們關注以下4類現金流指標：1) 現金流淨額，主要包括經營活動產生的現金流量淨額；2) 現金回收能力，主要包括銷售收現比和銷售現金比率；3) 滿足再投資能力，主要為現金滿足投資比率；4) 還本償息能力，主要包括經營活動產生的現金流量淨額/帶息負債，現金流量利息保障倍數兩類指標。

風險提示：宏觀經濟風險，公司經營業績下滑等。

食品：關注行業改革紅利

我們相信業績和估值是硬道理，預計優質個股的中報將有較好表現。我們的推薦圍繞三條主線：一是穩增長低估值的一線白馬，二是業績提升空間大的啤酒板塊，三是自下而上推薦業績增長確定性高的企業。

風險提示：經濟增速放緩，原材料成本上升，食品安全問題。

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，僱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。