

2018年7月25日

銷售部 - 投資策略

宏觀

有放水但沒漫灌，減稅值得再加碼 ——國常會政策點評

7月23日，李克強總理主持的國務院常務會議表示，部署更好發揮財政金融政策作用，支持擴內需調結構促進實體經濟發展，到底如何看待這一次政策調整？

本次會議表示，堅持不搞“大水漫灌”式強刺激，根據形勢變化相機預調微調、定向調控。聯想到15年1月總理參加達沃斯論壇時的表態就是積極財政和穩健貨幣，不會搞大水漫灌，注重預調微調。但事後來看，15年我們5次降息、4次降准，這一輪轟轟烈烈房地產大牛市也是從15年開始啟動的，那麼這一次的政策變化會不會和15年一樣呢，到底這一次的政策和以往有何區別？

首先，投融資增速下滑，政策有調整壓力。

上半年社會融資增速降至9.8%，融資增速大幅下滑也拖累投資增速創下6%的歷史新低。其中只有地產投資增速相對較高，基建和製造業投資增速均持續低迷。如果保持目前的狀態，我們估算全年投資同比可能下滑至5%以下，相比去年而言投資拖累GDP增速將超過0.5個百分點。

考慮到下半年貿易戰的影響大概率將導致出口增速下降，在消費獨木難支的情況下，政府出臺政策托底固定資產投資確實可以理解。

但這次穩投資和以往有四大區別：

一、以往都是大水漫灌，這次有放水但沒漫灌。以前每一次央行都是大幅降息降准，比如08年那一輪央行降息5次降准3次，12年那一輪央行降息2次降准3次，15年那一輪央行降息6次降准5次，但是這一輪到目前為止，央行定向降准3次，但是沒有降息。降准說明貨幣有放水，但沒降息說明沒有漫灌，這一次有寬鬆但是沒有刺激。

二、沒有走地產泡沫老路。以往每一次的寬鬆週期，我們都會刺激房地產，畢竟地產投資是影響中國經濟的最重要動力。但是這一次的政策對地產隻字未提，而最近關於地產的政策包括住建部稱控制棚改貨幣化安置的比例，以及統計局稱加快推進房地產稅相關政策舉措，這意味著不會走地產泡沫老路。

三、基建投資托底，但沒有大幹快上。這一輪政策的重心是積極財政，而一個重要落腳點是基建投資。但基建投資過去的高增長，很大一部分資金來自於表外影子銀行，比如基建信託，PPP融資等，現在資管新規明確影子銀行規模不能增加，只是存量規模萎縮不用那麼快。這一輪對基建投資開的

是地方政府專項債和融資平臺貸款兩個正門，前者是年初就確定的1.35萬億規模，沒有額外增加，只是加快進度；後者要受銀行資本充足率的約束，其實很難大幅擴張。所以我們認為基建投資只是托底，而沒法大幹快上。

四、減稅鼓勵研發創新，刺激高端製造業投資。而積極財政的另一個落腳點是減稅，主要是將研發費用加計扣稅的政策推廣到大中型企業，同時對先進製造業、現代服務業等增值稅留抵退稅，合計約1700億減稅。而這一部分主要針對新經濟、針對研發，其實是希望激勵企業創新，啟動高端製造業投資，這一條是未來的希望，是值得肯定的。

托底而非強刺激，減稅值得再加碼。綜合來看，目前政策出現微調，貨幣政策轉向中性偏松，積極財政更加積極，有助於緩解下半年經濟下滑的擔憂。但是從根本上來講，靠基建和地方融資平臺舉債來發展經濟，其實還是在加杠桿，已經用過很多次了，而且邊際效用遞減，我們認為可以短期有效但是長期無效。真正值得肯定的是給企業研發、新經濟減稅，希望還能有更大力度的減稅政策出臺，把錢給居民企業自己花，那麼經濟會更好更有效率。

行業研究

綜合金融服務：行業集中度進一步提升，強者恒強——證券行業2018年中報前瞻

2018年上半年證券市場表現仍疲軟。1) 去杠桿強監管環境下，18年上半年交易量同比基本持平，開戶數繼續下滑。18年上半年日均交易額4679億元；上半年平均每週新增投資者26.50萬人，同比下滑24%。2) IPO發行數量顯著減緩，審核力度繼續加強，IPO被否率大幅提升。2018年以來，IPO發行速度顯著減慢，每月平均發行數量約10家，相比去年平均每月的40家IPO的發行大幅減少。2018年上半年，共發行63家IPO，募資規模達923億元。被否率為39.29%，較2017年的17.95%顯著提升。3) 投行系列新政下，再融資規模收縮。2018年上半年，增發募集資金3678億元，同比減少近45%。與此同時，由於可轉債和優先股享有綠色通道，在定增難度加大的背景下更為受歡迎。4) 債券發行規模有所回升。2018年上半年，券商債券發行規模為1.95萬億元，同比上升19.28%。金融債發行縮水，公司債、短融中票、ABS等品種規模有所提升。5) 2018年上半年債市表現好於2017年，股市表現弱勢。6) 融資融券有所回落；股票質押增速放緩，受股票質押新規影響較大。

預計2018年上半年上市券商淨利潤同比下滑23%。我們估算2018年上半年27家上市券商合計實現營業收入841.66億元，同比下滑10%，實現淨利潤249.70億元，同比下滑23%。上市券商業績整體下滑，主要是由於市場交投不活躍、中美貿易摩擦持續升級、IPO否決率高、權益市場表現不佳、資本中介類業務增速放緩等所致。券商業績分化明顯，大中券商業績顯著好於小券商，其中申萬宏源、興業證券淨利潤預計正增長；華泰證券、西南證券、華西證券淨利潤降幅小於10%；東吳證券、國海證券、方正證券、第一創業、國元證券、山西證券、長江證券淨利潤降幅大於50%，太平洋上半年虧損。

2018年預計淨利潤同比下滑7%。我們根據2017年經營情況以及未來可能的市場變化，估算在悲觀/中性/樂觀情形下，2018年券商淨利潤同比-16%/-7%/+7%。

券商股估值底部。目前券商股估值在歷史底部，行業（使用中信II級指數）平均2018E P/B在1.2x，預計隨著未來市場回暖或觸底反彈，券商股估值彈性有望顯現。推薦：華泰證券、廣發證券、招商證券、中金公司。

風險提示：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

機械工業：換道超車，“獨角獸”時代的鋰電設備新格局

政策利好，電動車迎來新浪潮。由於政策法規的推動，電動汽車滲透率呈現快速上升趨勢。國際上，由於巴黎協定的排放要求，歐美部分國家相繼出臺禁售燃油車時間表，傳統汽車巨頭也紛紛推出電動車發展計劃。根據GGII及其預測，2017年全球新能源汽車銷量162萬輛，同比增長77%，保有量占比約0.2%，到2022年其銷量將增長到600萬輛，按照18-22年汽車保有量增速2%測算，我們預計22年保有量占比將達到1.5%。國內市場，短期看，由於18年的補貼政策6月12日正式實施後，新能源汽車的搶裝或將放緩。長期看，根據工信部等頒佈的《汽車產業中長期發展規劃》，2020年新能源汽車的銷售目標為200萬輛（17年實際銷量為78萬輛）。因此，我們預計18-20年CAGR為37%，電動車行業將迎來新浪潮；

中國電池企業崛起，培育國產供應鏈。在17年的全球動力電池出貨量排名中，中國企業寧德時代（CATL）超越松下位列第一，出貨量約12GWh，同比增長76%。我們認為CATL首次排名第一具有劃時代意義：（1）代表中國新能源汽車市場已經具有國際話語權（17年銷量占全球銷量近一半）；（2）技術水平獲得國際認可。17年CATL的產能約為17GWh，根據海通新能源團隊預測，CATL到2020年產能有望擴充至50GWh，18-20年CAGR為43%，我們認為CATL的榮譽加身勢必帶動國產鋰電設備供應商的崛起；

鋰電設備未來3年維持繁榮。我們按照1GWh電池產能對應3億設備投資測算，根據真鋰研究的統計，17年國內鋰電設備投資大約185億元，到18-20年累計投資額接近437億元。根據CATL的招股書，我們預計前段（電芯製造）/中段（檢測及PACK）/後段（物流）設備的投資額占比分別為80%/17%/3%。前段電芯製造設備的價值量最大，其中塗布機、捲繞機是價值量最大的單一設備。往後看，儘管全行業動力電池的規劃產能過剩，但是我們認為實際的有效產能，尤其是類似CATL的優質產能並不飽滿，18-20年鋰電投資可能維持繁榮；

產業鏈受益標的。在“獨角獸”時代，我們認為擴產最確定的是行業龍頭CATL，其供應鏈體系內的鋰電設備商更具投資價值。建議關注：先導智能（整線及捲繞機）、贏合科技（整線及塗布機）、璞泰來（塗布機）、星雲股份（檢測設備）、今天國際（物流自動化）；

風險提示。新能源汽車補貼退坡、電池產能過剩、CATL新客戶拓展受限、新能源汽車銷量增速放緩。

策略

A 股內外資機構投資行為的差異

核心結論：①隨著A股不斷對外開放，當前外資持有自由流通市值比例約6%，而國內公募基金和保險約為8.4%、6.7%。②回顧最近牛熊週期，15年“水牛”行情，基本面未明顯改善，內資大量流入，外資平穩，而16年以來基本面企穩後內外資表現相反，可見內資重邏輯，外資重數據。③外資消費類持股較國內公募高11%，週期類持股低10%。相比內資，外資持股集中度高，持股市值最大的公司占該行業持股市值比重一般50%以上。

外資已成為A股市場不可忽視的力量。①A股市場不斷對外開放，外資持有自由流通市值比例約6%。截至2018年3月A股外資持股12016.33億元，占A股自由流通市值比例為5.39%，其中R/QFII持股占3.6%，陸股通北上資金持股占1.8%，公募基金和保險在A股中投資總額約為1.9萬億、1.5萬億，占全部A股自由流通市值比重約8.4%、6.7%，截至目前（18/7/23）4月以來陸股通北上資金累計淨流入1338.2億，估算當前外資持有自由流通市值比例約6%。②中長期看，外資有望給A股帶來每年3000億增量資金。假設未來7年我國資本市場對外開放的過程中，外資持股占比（按自由流通市值計算，下同）從18Q1的5.4%提高到15%，則長期看外資有望給A股帶來約2.1萬億的增量資金，按7年計平均每年約3000億的增量資金。

內資重邏輯，外資重數據。①內外資的考核機制存在差別。對於外資機構投資者來說，他們以獲取超越市場指數（滬深300或MSCI China指數）收益為目標，突出長期投資和價值投資。②內資重邏輯，看趨勢。15年“水牛”行情，基本面未明顯改善，內資大量流入，外資平穩。股票型基金規模從14年中的3381億上升到15年中的10493億。與之相反，外資在15年上半年資金淨流入僅為1124.9億。③外資重數據，看基本面。2016年以來市場環境發生變化，宏觀基本面好轉。陸股通北上資金從16年以來整體上不斷增加，而內資卻在不斷縮減，公募基金規模增長較小，股票型基金資產規模從16Q1的6161億元緩慢上行至18Q2的6821億元。

風格行業：外資重價值、重消費。①投資風格上，外資偏價值，且比內資更穩定。外資機構投資者和中資一樣，非常重視價值股的投資。②行業配置上，相比內資，外資更重消費、輕週期。QFII（18Q1）持股市值前五大行業市值占比合計71%，其中銀行28%、食品飲料16%、家電13%、醫藥9%、電子5%；陸股通北上資金（18/06）持股市值前五大行業市值占比合計60%，其中食品飲料21%、家電12%、醫藥12%，電子9%，非銀7%。

個股特徵：外資注重估值，持股集中度高。①相比內資，外資注重估值的高低。QFII在18Q1持有的PE（TTM）在35倍以下的股票市值占比為76%，通過陸股通北上資金持股的外資中持有的PE（TTM）在35倍以下的股票市值占比為73%（18/06）。②集中度上，外資更偏好龍頭股，QFII在18Q1前十大重倉股持股市值占總持股市值比重為55%，通過陸股通北上資金持股的外資前10大重倉股市值占比為46%。③對比台韓，外資流入時龍頭公司出現溢價。

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。

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。