

2018年9月28日

財富管理-投資策略

策略

對比美股，A股回購空間很大

核心結論：①股票回購能優化資本結構，提升每股收益水平，穩定股價。近年來A股回購制度不斷完善，庫存股制度的提出有望促進公司回購積極性。②美國市場股票回購趨於常態，是09年以來牛市的重要推動力。港股歷史上股票回購激增都出現在大盤底部區域，回購公司估值低盈利強。③A股三次回購熱潮基本處於大盤底部區域。今年以來A股已實施回購金額244億元，創下新高，但月均回購總市值占比僅0.49%，遠小於美股的74%。

股票回購能優化資本結構，提升每股收益水平，穩定股價。股票回購是指上市公司利用現金等方式，從股票市場上購回本公司發行在外的一定數額的股票的行爲。上市公司回購股票的動機主要出於以下三點：①優化資本結構。②提升每股收益，健全投資者回報機制。③釋放積極信號，穩定公司股價。我國上市公司股票回購的類型可以簡單分為被動回購和主動回購，被動回購包括股權激勵注銷回購，主動回購主要是普通回購，包括公司為穩定股價進行的股票回購，為準備員工持股計劃或者股權激勵計劃而回購的股票、重大資產重組後履行發行對象補償承諾而進行的股票回購以及因資產重組所需而回購的股票。回顧國內股票回購制度的發展進程，A股回購制度在發展過程中逐漸補足短板。庫存股制度如果順利推行，將有利於上市公司積極進行股份回購，充分發揮股份回購在穩定股價、市值管理、價格發現中的作用。

美股、港股的股票回購均是市場助推器。美國市場股票回購趨於常態，是新一輪牛市重要推動力。美國上市公司在20世紀50年代就出現了股票回購的行爲，1982年美國證券交易委員會首創股票回購的“安全港”規則，如果回購滿足規定，被認為是操縱市場的風險就會大大降低，自此之後美國市場股票回購開始增多並成為常態。我們發現標普500指數走勢與標普500回購規模保持了高度同步性，並且這個同步性在2010年以後得到了明顯的增強。可見股票回購是推升本輪美股牛市的重要原因之一。歷史上港股回購激增都出現在大盤底部區域，回購公司估值低盈利強。歷史上的前三次回購激增均出現在恒生指數底部區域附近，回購激增時期多接近港股走勢拐點。低估值和高盈利是公司選擇回購股票的重要原因。

A股的股票回購規模太小。A股歷史上出現過三次回購熱潮，基本處於大盤底部區域。通過統計每月實際實施股票回購的公司股票回購總金額占自由流通市值比例，發現A股市場一共經歷過三次回購潮，分別是13年5月至14年7月、15年8月至16年6月，17年6月至今。18年以來A股股票回購家數、金額均創新高，但相比美國依然處於較低水平。對比今年以來海外成熟市場的月均股票回購規模相對總市值占比，A股、港股、美股分別為0.0049%、0.0065%、0.7402%，A股回購力度略小於港股，遠小於美股，A股的股票回購規模未來增長空間較大。

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

養老金市場及產品研究（三）——負勢競上：美國養老金市場與公募基金的互相成就

企業養老金賬戶（以DC型計劃為主）和個人養老金賬戶（IRAs）是美國養老金市場最重要的組成部分。企業養老金賬戶又可以分DC型計劃與DB型計劃。目前，DC型計劃已成為美國養老市場的主流。截止2017年底，美國養老金資產總規模已經高達28.2萬億美元，是美國2017年GDP總量的145%。其中，DC型計劃與個人養老金賬戶在養老金總資產中所占的比重達到60%。

401(k)計劃是美國最重要的企業養老金計劃，其稅收優惠和公司配比的特性極大地鼓勵了員工參與的積極性。401(k)計劃是美國的一種延後課稅退休金計劃，適用於所有私營企業雇員，覆蓋面廣。截止2017年底，401(k)計劃在DC型養老金計劃中的占比已接近70%。

401(k)計劃的投資管理以參與者主導模式為主。由雇主向雇員提供一系列投資產品，由雇員從中選擇，決定養老計劃資產的投資方向和比例。401(k)計劃一方面通過稅收優惠和公司配比等政策鼓勵員工繳費，同時也對繳費上限、投資範圍、取款時間做出了嚴格限制。

個人養老金賬戶（IRAs）是通過稅收優惠發起，個人自願參與的補充養老金計劃，具有稅收激勵、參與靈活、運作透明、收益穩健等特性。儘管目前IRAs的規模與DC型養老金計劃相當，但IRAs的大部分資產來自於企業養老金賬戶的轉帳，而非個人繳費。因此，企業養老金賬戶仍是美國養老金最重要的組成部分。同時，IRAs在繳費上限、運作模式、投資範圍和取款時間等規定上，都與401(k)計劃有顯著差別。

美國養老金資產規模的壯大對公募基金行業產生了深遠的影響。（1）近一半的美國養老金資產投資於公募基金，養老金資產的壯大助推了整個公募基金行業規模的上漲。（2）指數基金由於投資邏輯清晰、操作透明度高，極受養老金的青睞。近年來，美國養老金投資指數基金的比重穩步上升。

（3）養老金強調風險的分散化，看重公募基金的資產配置功能。具體表現在，美國養老金海外配置的比重逐年上升，以及養老金投資FOF等配置型產品的規模發展迅速；（4）養老金作為長期投資者，對於基金費率更為敏感。從持有基金的平均費率來看，美國養老金明顯偏好低費率產品。

風險提示：市場系統性風險、海外與國內市場結構差異風險、海外與國內政策差異風險。

宏觀

工業利潤放緩，庫存再創新高

①工業利潤增速放緩。1-8月規模以上工業企業利潤總額增速繼續回落至16.2%，其中8月當月增速9.2%，較7月大幅回落。8月工業利潤增速放緩，主要緣於工業企業收入增速和工業品價格漲幅雙雙放緩，以及去年同期基數較高。

②上游貢獻邊際轉弱。1-8月消費品製造業、高技術製造業利潤增速分別升至8%、6.4%，而採礦業、原材料製造業利潤增速分別降至53.2%、36.4%。上游行業利潤貢獻邊際轉弱，但仍佔據主導。1-8月鋼鐵、石油、建材、化工、煤炭等行業貢獻了新增利潤的67.1%。

③工業收入增速再降。1-8月規模以上工業企業主營業務收入增速略回落至9.8%，其中8月當月增速9.1%。8月工業生產、銷售增長均較低迷，工業品價格漲幅繼續回落，指向供需兩弱。工業利潤增速仍高，主要是受工業利潤率同比上升支撐。

④工業庫存增速回升。8月工業產成品存貨增速9.8%，連續4個月回升，並創下17年5月以來新高。8月庫存銷售比上升至51.6%，創下11年以來同期新高。均指向庫存明顯偏高。需求持續放緩，令庫存被動回補，而價格漲幅也持續收窄。

⑤結構失衡制約投資。今年以來工業利潤呈現出三大特徵：一是利潤增長持續放緩，意味著從盈利到投資的傳導已開始減弱；二是利潤增長主要由上游貢獻，抬高了中下游的成本，意味著從盈利到投資的傳導存在阻礙；三是利潤率創下多年新高，令利潤增長明顯快於收入，而這也意味著降成本費用空間短期已較有限。當前，針對中下游行業的減稅降費正當其時，將有助於改善盈利，支撐投資，增加經濟活力。

固定收益

房地產行業融資狀況跟蹤

1) 表內企業貸款回升，個貸續降。18年上半年主要金融機構房產開發貸+地產開發貸餘額較年初增長了16.14%，上市銀行半年報也反映了房地產行業表內貸款增速較快，其中五大行為新增投放主力，而股份行餘額增速較低。在結構上，大型優質房企才是能夠獲得信貸的主體，分化會比較明顯。個貸方面，18年以來個人購房貸款餘額增速繼續下滑，從月度新增居民中長貸來看，1-8月新增居民中長貸3.4萬億元，同比減少了3200億元。

2) 債券融資仍舊低迷。18年地產債發行量較去年有明顯回升，1-8月同比增加近1100億元，但同時地產債到期量大增，債券的發行主要用於借新還舊，淨融資額持續低迷。公司債監管效應持續，不管是從已經成功發行的量上看，還是從審批通過的計劃發行量來看，均遠遠不及監管前。

3) 境外發債規模不減。18年以來房地產企業海外發債的熱情依舊高漲，今年1-8月已經發行了約358億美元的境外債，與17年同期基本持平。不過目前能夠在海外發債融資的企業多是大型龍頭。

4) 地產非標融資規模趨降。儘管近期監管政策上對非標融資有所放鬆，但打破剛兌、期限匹配的原則沒有變，非標業務的增速和規模都不可能重回過往。地產非標融資規模趨降，同時融資成本不斷抬升。

5) 資產證券化產品未有進一步爆發。17年下半年以來地產企業通過資產證券化融資的規模明顯增加，今年地產企業資產證券化產品發行量延續了17年下半年的水平，但並未有進一步的爆發；結構上地產龍頭參與較多，小企業直接進行資產證券化的難度較大。

行業主題

造紙輕工：行業回購潮開啟，公司投資價值漸顯

市值被低估&資金充裕，回購潮或將來臨。

股票回購是指上市公司利用現金等方式，從股票市場上購回本公司發行在外的一定數額的股票的行為。當股市長期處於暴跌狀態，人們對市場處於極度悲觀預期時，上市公司股價可能被低估，進行回購會對股市起到提振作用。美股從2009年以來長達9年的牛市，與其股票回購密不可分。

發生回購潮的基礎：一是股價回調幅度大，PE/PB較低，中長期投資價值凸顯；二是資金充足，若現金比率 $>20\%$ ，則企業的短期償債能力較好，公司現金/總資產 $>8\%$ 表明公司有充足的資金進行股份回購；最後也是最重要的公司基本面業績穩定，具備投資價值。同時，我們還計算了一個指標公司賬面現金/流通市值的比率，我們認為若 $>15\%$ 意味著公司具備較大的增量資金入場以至於從資金供給的層面影響短期股價。

年初至今板塊跌幅明顯，估值整體下移。從年初到現在，受A股市場的大幅調整的影響，造紙輕工行業102家（中信行業分類）上市公司中有4家公司跌幅超過50%，41家跌幅在30%到50%區間，43家跌幅在10%到30%。行業動態市盈率下挫明顯，行業動態市盈率（PEttm）主要集中在10到30倍範圍內，家居行業龍頭板塊定制家具公司的PEttm均值下移至24.15倍。

行業資金較為充裕，預期回購對市場影響顯著。行業內同時滿足現金比率 $\geq 20\%$ ，現金/總資產 $>8\%$ ，現金/流通市值 $\geq 15\%$ 的公司有51家，占比為50%。行業內資金較為充裕，若公司最大限度進行回購，進場資金將對股價產生較為顯著的影響。

營收增速較為穩定，持續盈利能力較強。截止2018年中報，造紙輕工行業營業收入同比增速較為穩定，僅11家公司同比增長為負，大多數公司增速在10%到30%區間，有27家公司增速高於30%。淨利潤同比增速則集中在兩端，共37家公司淨利潤負增長，41家公司增速超過30%，持續盈利能力較強。年初至今板塊公司回購情況：從年初至今，共有21家公司進行回購，板塊回購潮已經開啟，反映出公司大股東對中長期公司投資價值的看好。

推薦組合：中順潔柔、晨光文具、裕同科技、歐派家居、尚品宅配、索菲亞、太陽紙業。

風險提示：地產銷售增速持續下滑，原材料價格波動風險。

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。