

2018年10月12日

財富管理-投資策略

宏觀

減稅幾時有？——財稅改革系列之六

外部環境摩擦加大，經濟下行壓力不減。中美貿易摩擦的加劇給外部環境帶來了較大的不確定性，8月出口增速也開始走低，根據歷史經驗來看，為遏制我國高新技術行業崛起的貿易爭端難以短期內解決。而作為經濟領先指標的社會融資增速也持續走低，我國經濟下行壓力不減。

投資效率遞減，減稅長期受益。而此前在經濟下行期，均是以擴大支出、刺激投資為主線的積極財政政策來托底經濟。但一方面，目前我國社會總杠杆率已升至250%的頂峰，考慮到隱性債務的政府負債水平也並不低，舉債空間受限制約投資大規模擴張；另一方面，投資拉動經濟的效率也在逐年走低，目前GDP與固定資產投資的比值已降至1.2-1.3左右，遠低於08年時1.6-1.8左右的水平。因此，積極財政這次將主要依靠減稅政策，這也會使得經濟長期受益。

企業成本上升，減稅行之有效。目前中國企業部門的困境主要不在於需求下滑，而在於包括原材料、租金、社保、出口關稅等一系列成本的上升，雖然增值稅率有所下調，但幅度較低，且主要在於抵消營改增所致的稅負上升，企業所得稅率也多年未做調整，各種抵扣等稅收優惠政策也可以再加碼。英美的發展經驗表明，減稅的效果尤為顯著，在拉動投資、促進消費的同時能夠降低失業率，最終幫助經濟走出衰退泥潭。

行業研究

商業貿易：行業成長與渠道重構，本土品牌差異化加速發展

收入增長，消費意識崛起，化妝品市場成長空間大。據Euromonitor，2017年我國化妝洗護行業市場規模3616億元增9.6%，增速回升。①分國別：我國化妝品市場規模僅次美國（5811億元）居世界第二，2004-17年CAGR 10.6%，遠高於韓國（5.6%）、英國（3.4%）、美國（2.5%）、日本（0.8%）；②分品類：護膚品占比最大，2014-17年約46%；彩妝增長最快，2017年增21.3%，增速自2009年5%的低點持續回升；③消費類別：2017年大眾市場規模2395億元占74%，占比最大；高端市場呈增長態勢，占比穩步提升至2017年的26%，歐萊雅、資生堂等消費數據也均印證高端消費增長趨勢。驅動力來自：①收入水平提升及消費能力增長，美妝意識逐漸形成；②中產階級及年輕群體崛起，進入品質化消費階段；③低線城市快速增長，小鎮消費能力不斷提升；④消費群體：女性為消費主力軍，男性和嬰幼兒增長潛力巨大。⑤行業日益規範，進口化妝品稅率下調等促進護膚品消費回流。

渠道：經銷整合&終端分化，新格局在形成。①終端零售：傳統線下渠道市場份額不斷減少，但仍占半壁江山；電商、專營店等渠道因低成本、高效率等原因快速發展，單品牌店提供個性化&專業化服務，縮短中間環節，提升品牌形象，深受國內外品牌青睞。2017年商超/百貨/電商/專營店份額各25.7%/18.7%/23.2%/18.2%。②經銷渠道：作為品牌和零售終端的樞紐，經銷商需通過整合提效，才能發揮規模效應，更好的服務於上游品牌，提升對下游零售商的議價能力。目前以青島金王等為代表的經銷商紛紛整合傳統分銷模式，以期解決效率低下、信息互通不暢、資金周轉較慢等問題。

品牌：跨國集團佔據主導，本土企業差異化突圍。（1）現狀：國內化妝品行業集中度較低，2017年TOP10的市占率39.5%，低於美日韓等發達國家；且前五大企業均為跨國企業，僅上海上美、百雀羚和伽藍集團三家本土品牌位列前十。但本土品牌利用本地優勢和差異化策略快速發展，據Euromonitor，2008年市占率前30的企業中本土品牌僅5家，市占率僅5.1%，2017年本土品牌9家，市占率增至13.5%。

（2）跨國集團：①通過內部孵化明星產品，打造獨具特色的自有品牌矩陣，外延並購及代理行業優質美妝品牌，打造國際品牌艦隊，歐萊雅、雅詩蘭黛、資生堂等國際品牌建立起多品牌和多品類的矩陣，提升集團客群覆蓋範圍；②通過研發，不斷開發含有新技術、新成分和新配方的產品，促進產品升級換代，目前國際品牌的研發開支占比收入約1-3%，穩定的研發支出可以不斷提升公司的創新能力；通過全方位營銷（滿贈、明星代言、KOL、內容營銷、數字化營銷等）和線上線下全渠道建設，增加產品銷售，提升品牌的影響力。

（3）本土品牌：本土品牌雖發展年限較短，但更瞭解中國消費者，有望利用差異化的經營獲得快速發展。①通過定位大眾護膚品，弱化前期公司研發技術能力欠缺的影響，以較低的產品價格和大牌薄弱的低線城市為入口，珀萊雅等本土品牌快速發展；②電商、單品牌店等新渠道的出現，打破了傳統商超、百貨的壟斷優勢，由於電商對大牌的提升作用較小，雅詩蘭黛等品牌線上發展較為謹慎，禦家匯等本土品牌憑藉電商紅利及較小的市場競爭，獲得快速發展。隨著國際品牌渠道逐漸下沉，本土品牌利用前期積累的渠道優勢和客戶優勢，憑藉高性價比和優服務體驗，有望保持競爭優勢；③通過研發、營銷、兼併收購等方式提升本土企業的品牌力和產品力，才是本土品牌在內外資品牌的激烈競爭中突圍的關鍵舉措。

基於中國化妝品市場的現狀與成長前景、跨國集團的發展邏輯以及本土品牌的突圍路徑等，A股中正湧現出越來越多的優秀化妝品上市公司，建議關注珀萊雅、禦家匯、上海家化、拉芳家化、青島金王等本土化妝品行業企業。

風險提示：宏觀經濟增長放緩；行業競爭加劇；本土品牌發展的不確定性；渠道整合效果的不確定性。

有色金屬：基本金屬價格和庫存關係：週期複盤系列I——6 個基本金屬品種價格和庫存複盤

庫存和價格的關係。從大體上來講是反向關係，高庫存會壓制價格，低庫存則支撐價格。不同點發生在三種大類：產業鏈正常補庫存的同漲行情：多發生在需求企穩期間；流動性過剩情況下的同漲行情：金融屬性激發；去庫存的同降行情：多發生在需求疲弱期。

同向關係的本質。在經濟衰退過程中，由於需求低迷，引發金屬價格下降，產業鏈傾向於維繫低庫存以“過冬”，因此兩者處於同向下降。在衰退期過後，產業鏈去庫存到低位，各環節會自然進行補庫行為。此後，1) 如果下游需求旺盛，那會有一段“蜜月期”，即庫存在低位，金屬價格在高位。2) 如果流動性過剩引發商品的金融屬性激發，庫存進一步累積，最終壓制金屬價格。

2002年之後的六個階段。銅、鋁、鉛、鋅、錫、鎳六個品種的價格和庫存關係有共性：2002-2005年的反向關係（庫存下降，價格上升），2005-2007年的同升關係，2008年反向關係（價格下降，庫存上升），2009-2011年的同升關係，2012-2015年的同降以及2016年之後的價格反彈（庫存有升有降低）。最終可以簡化為：產業鏈補庫存（庫存、價格同升）-金融屬性激發（流動性過剩，庫存、價格同升）-經濟疲弱去庫存（庫存、價格同降）。

六個階段的量化指標。庫存最低水平發生在2005年，當時整體基本金屬在主流交易所的庫存水平僅相當於一周以內的消耗量，其中銅、鉛和鎳三個品種僅有1-2天庫存水平。而庫存最高發生在2011年附近，這個階段鋁、鋅和鎳三者主流交易所庫存水平均超過一個月的囤積；當時銅、鉛在1-2周水平，錫則在2-3周水平。

當前庫存如何預判價格走勢。2002年至今，各金屬品種在主要交易所（其中鎳和錫庫存口徑在2011年前後發生改變）的平均庫存水平按照少-多排序分別為：鉛銅（一周庫存），錫（1.5周），鋅鋁（2-3周）和鎳（2個月）。比對當前庫存水平：1) 鉛鋅庫存在平均線以下30-50%，低庫存支撐鉛鋅價格，但考慮到鉛鋅價格已經維繫高位超過2年，一旦需求無法及時消化新增礦山供給，庫存累積會壓制金屬價格。2) 銅在平均線以上50%，高企的庫存水平對銅價進一步走強有壓制。3) 錫、鋁和鎳三者庫存在平均線附近，因此單純從庫存角度無法看出方向。

風險提示。全球經濟疲弱或者礦產供給意外增產都會對金屬價格帶來壓制。

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。過去的表现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、董事及僱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。