

# 金生水清

## 大变局下的产业抉择

首席投资顾问 陈南鹏  
2018.10.30 合肥

# 讲师简介

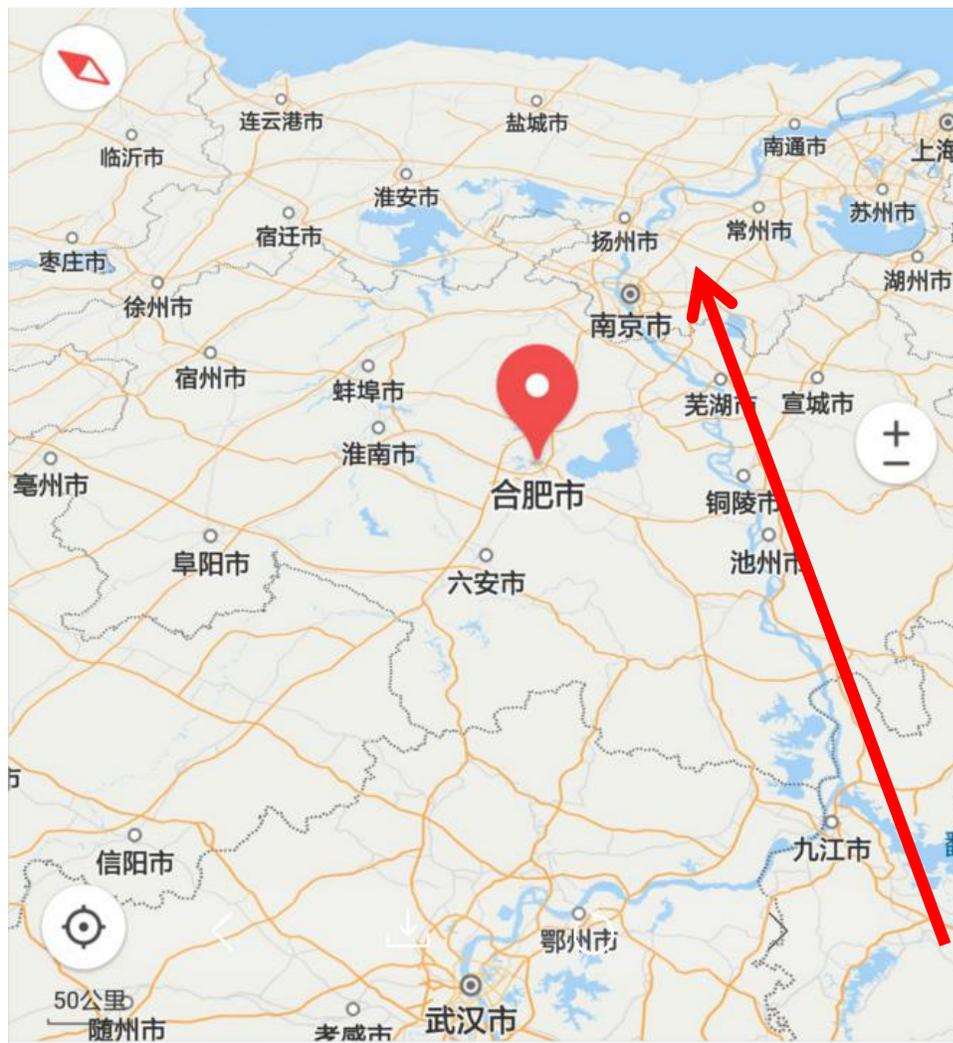


**陈南鹏，安信证券首席投资顾问（执业证号S1450611020008）。毕业于中山大学哲学专业，证券从业23年，曾任地区研究员、证券营业部负责人，长期担任央广经济之声证券节目嘉宾。连续多年被评安信证券优秀咨询师和服务明星；2010年被上交所评为“我服务、我先知”投资者教育能手；2015年安信证券“菁英汇”模拟炒股比赛第4名。2016年、2017年荣获安信证券金牌投顾。原创惠论投资操盘体系，包括当红系列投资方法。研究领域涉足五行风水测市、艺术品收藏、投行业务等。当前在安信益学堂（[www.axyxt.com](http://www.axyxt.com)）开设《市说心语》《收藏有道》《当红四剑》《当红组合》等网络课程。**

# 陈南鹏老师近年报告主题

- 2016年1月《凤凰于飞》：**博弈分析**框架和要素，重组借壳
- 2016年11月《反者道之动-投行思维的市场映射》
- 2017年2月《迪哲敏行-大国战略》：**一带一路、海洋强国**
- 2017年4月《日月丽天-大国战略2》：**雄安新区、粤港澳大湾区**
- 2017年6月《损劫、净活与奇手-A股拨乱反正的机会》：**周期行情**
- 2017年9月《当红不让，里仁为美》：**业绩为纲、以大为美**
- 2017年11月《里仁为美，旺土生金》：**地产为2018年度最大机会**
- 2018年1月《旺土生金》：**金融地产为稳定器、中小创为变速器**
- 2018年2月《锚定核心资产，迎接A股国际化》：**MSCI板块**
- 2018年3月《生态化反~锚定核心》
- 2018年6月《否极泰来~风水测市及五行应用》
- 2018年8月《**大变局**下的产业抉择和投资方向》
- 2018年9月《**金生水清**~大变局下的投资策略》

# 角度不同、立足不同、认知不同、结果不同



# 提纲

- ◎ **因势而动**：涛动周期、三期叠加
- ◎ **危中有机**：资产负债率、多元化陷阱
- ◎ **金生水起**：产业链拓展、金融共生

# 周金涛：人生就是一次康波



(1972~2016年)

- 1、每个人的财富积累一定不要以为是你多有本事，财富积累完全来源于经济周期运动的时间给你的机会。
- 2、人生的财富轨迹就是康德拉季耶夫周期。康德拉季耶夫周期一个循环是60年，一个人的自然寿命是60年。
- 3、一个康德拉季耶夫周期分为回升、繁荣、衰退、萧条。现在是从衰退向萧条的转换点，未来十年注定在萧条中度过。一直到2025年，是第五次康波萧条阶段。
- 4、2015年是全球经济及资产价格的重要拐点，意味着未来四到五年的总体的资产收益率不仅不赚钱，甚至可能要亏损。2016年到2017年是一次滞胀，流动性差的资产可能就没人要了。未来在2017年到2019年可能发生流动性危机。
- 5、2017年中期、三季度之后，将看到中国 and 美国的资产价格全线回落，2019年出现最终低点，那个低点可能远比大家想像的低。

# (续) 人生发财靠康波

6、40岁以上的人，人生第一次机会在2008年，如果那时候买股票、房子，你的人生是很成功的。2008年之前的，上一次人生机会1999年，40岁的人抓住那次机会的人不多，所以2008年是第一次机会。第二次机会在2019年，最后一次在2030年附近，能够抓住一次，你就能够成为中产阶级。

7、大宗商品牛市是几十年出现一次，2011年至少到2030年，商品的走势都是熊市，不可能在商品方面取得大的收益的。

8、房地产周期20年轮回一次，中国本轮房地产周期1999年开启，2017年上半年附近，中国的这次反弹会结束。2019年房价会是一个低点。

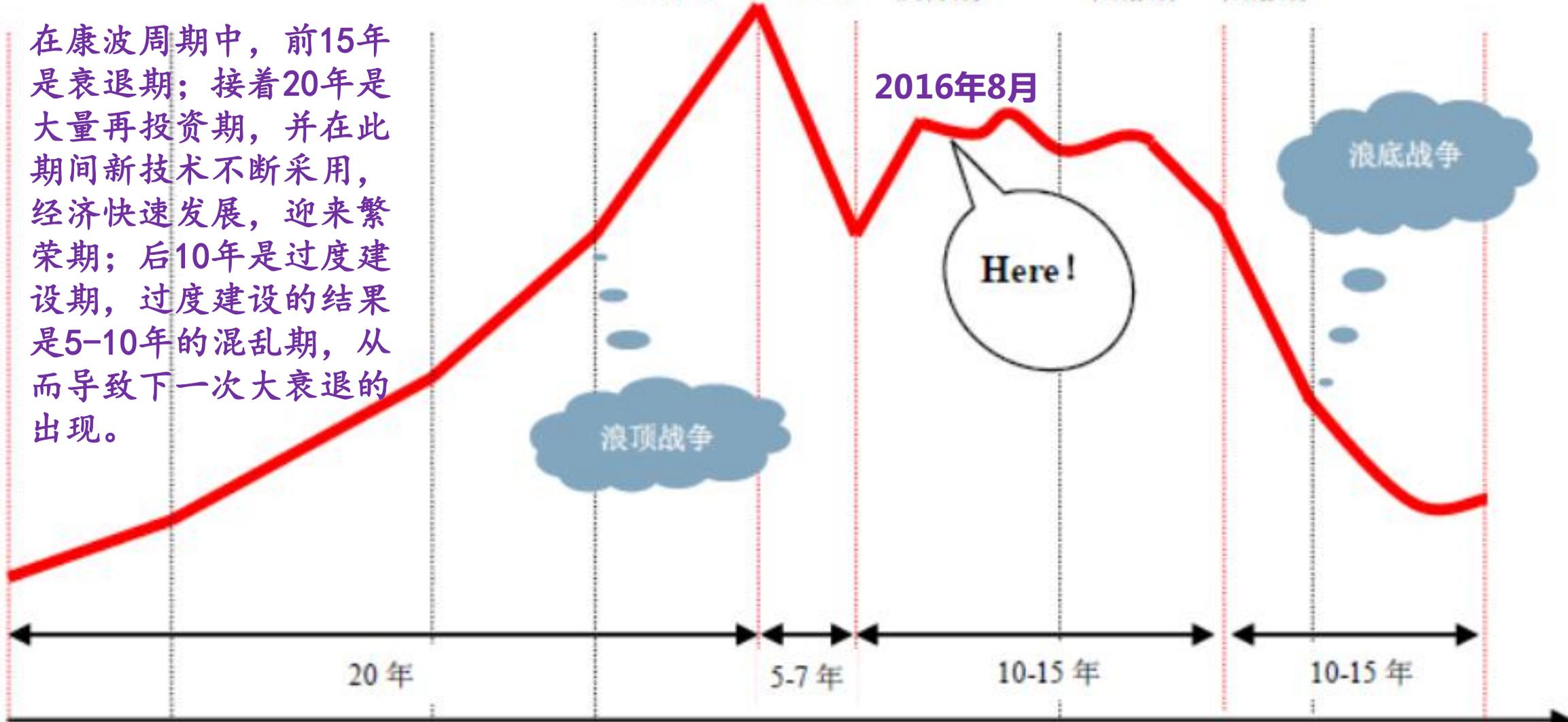
9、未来五年是资产的下降期，大家尽量持有流动性好的资产，而不要持有流动性不好的资产。高位的房子就是流动性不好的资产，一级市场的股权也是流动性不好的资产。

10、2017年很难做出绝对收益，A股依然没有机会，主要还是等待风险释放后的超跌反弹。而相对收益方面，黄金一定是首要选择，黄金的配置时点大致判断在2017年二季度。

经济复苏期      经济扩张期      经济过热期      爆炸      见顶      经济      经济      持续      经济打底期

上升期      回落期      反弹期      回落期      回落期

在康波周期中，前15年是衰退期；接着20年是大量再投资期，并在此期间新技术不断采用，经济快速发展，迎来繁荣期；后10年是过度建设期，过度建设的结果是5-10年的混乱期，从而导致下一次大衰退的出现。



经典长波的九阶段示意图

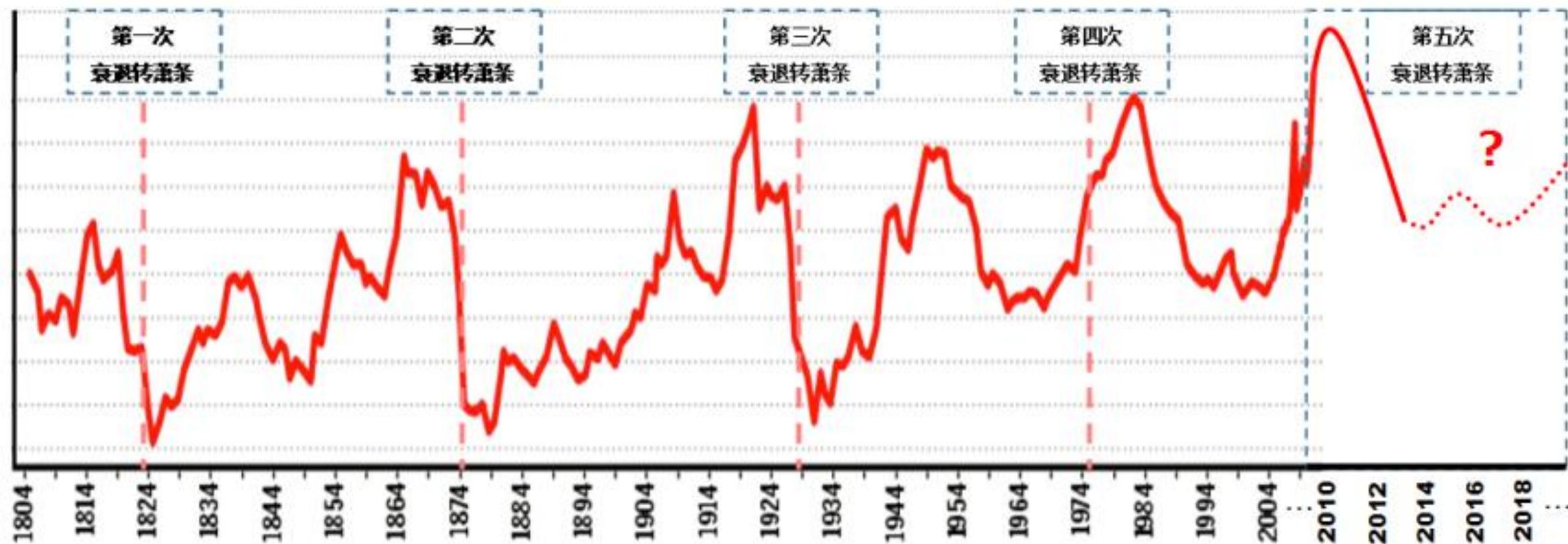
# 当前康波运行阶段的定位——衰退转萧条

◎ 按照康波周期的运行规律，自90年代开启的长波繁荣期于2004年宣告终结（2011年见顶），自那之后我们正式进入世界长波周期的衰退阶段。在衰退期拐点的2-3年后，全球经济经历了2008年爆发的金融危机，再之后于2014年又经历了美元升值给全球带来的二次冲击。

◎ 当前康波周期的位置是从衰退向萧条过渡期的后半段，前两次康波周期的同一阶段，一次是上世纪70年代的原油供给冲击引发滞胀，另一次是1929年“大萧条”前期。康波陷入萧条期的前兆是全球陷入严重的结构性困局，需要一次经济危机式的产能出清才能恢复供需平衡。

◎ 在未来的3-5年里，由我们所处的本轮中周期的危机所产生的萧条将带领我们从康波的衰退期走入萧条期。然而大周期走向萧条的过程不是一蹴而就的，在长期结构逆流中，第三库存周期的反弹将带来经济阶段性企稳以及价格体系的修复。

图 43:每一次康波衰退向萧条的转换都是一个价格低点



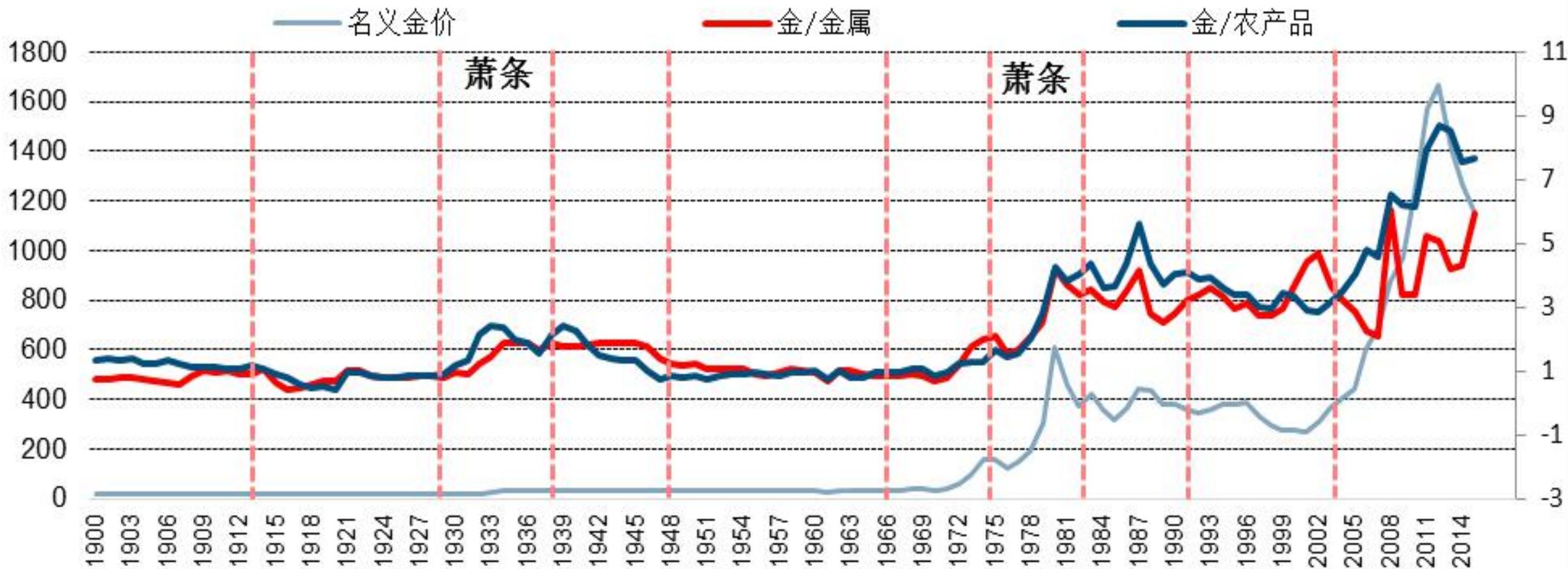
数据来源: 中信建投证券研究发展部



黄金价格的走向受到包括黄金市场供需、通胀水平、货币汇率、经济预期和金融稳定等因素在内的直接或间接的影响，在经济系统正常运作时，黄金的定价机制始终保持相对稳定的状态。只有当全球经济系统运行至衰退和萧条阶段，市场信用和货币体系出现大幅动荡时，此时金价将在货币信用对冲属性的释放下迎来超级行情。

# 2012年至今纽约黄金价格走势

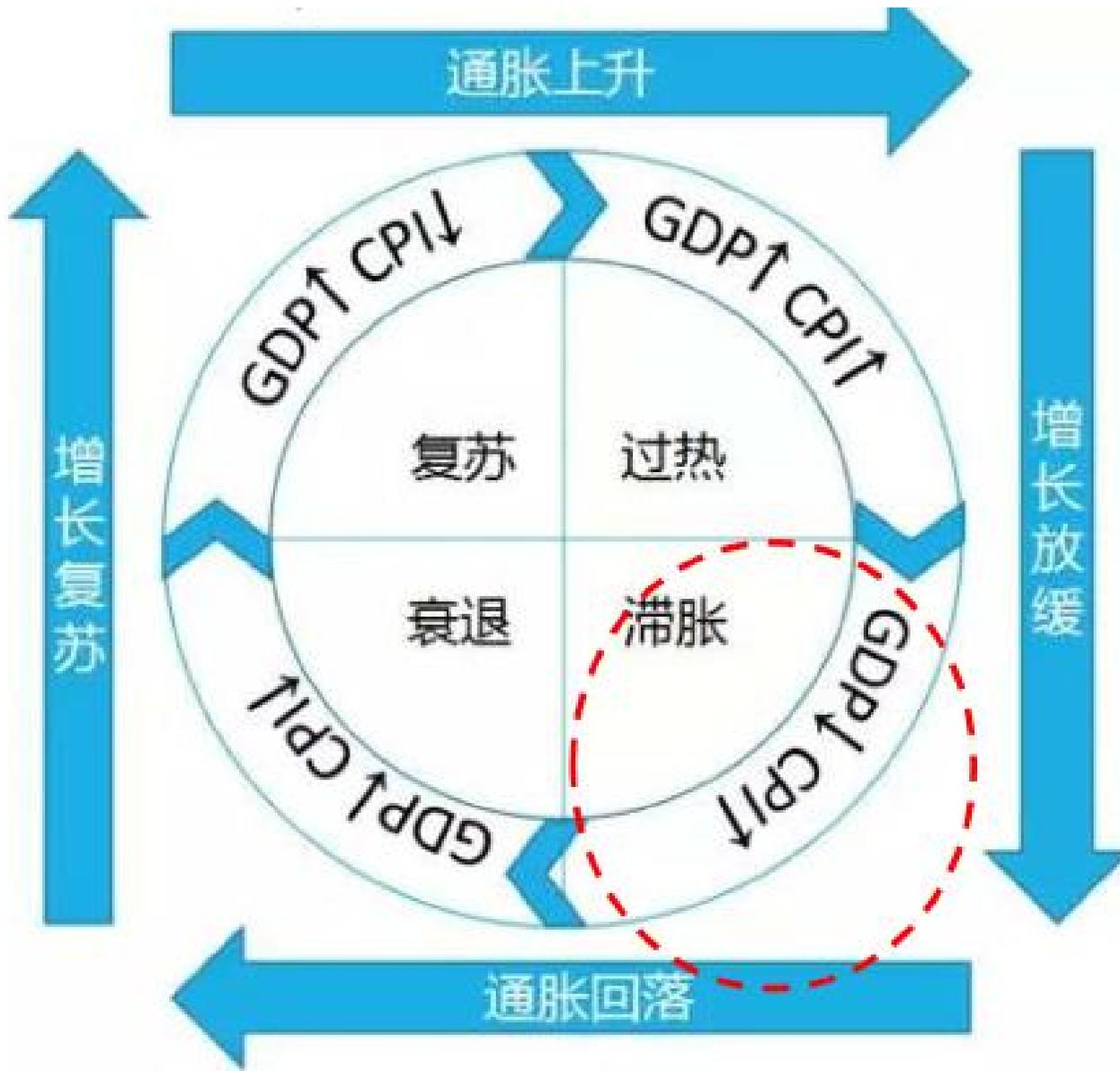




◎金价与物价水平的关系：黄金存在3.2倍的购买力常数，也即在长期黄金价格与美国CPI的定基指数的比率为3.2倍。物价水平大幅上升时，也将推动黄金价格大幅上涨。能源、资源品价格的波动可以通过购买力以及通胀预期渠道作用于金价，

# 提纲

- ◎ **因势而动**：涛动周期、三期叠加
- ◎ **危中有机**：资产负债率、多元化陷阱
- ◎ **金生水起**：产业链拓展、金融共生



## 明斯基时刻

表示的是市场繁荣与衰退之间的转折点。在临界点上，其资产所产生的现金不再足以偿付他们用来获得资产所举的债务。投机性资产的损失促使放贷者收回其贷款。从而导致资产价值的崩溃。

## 滞胀或停滞性通胀

指经济停滞，失业及通胀同时持续高涨的经济现象。物价上升，但经济停滞。

## 恶性通货膨胀：

无法控制的通胀，物价急速上涨，一般界定为每月通货膨胀50%或更多。

# 我国经济当前处于三期叠加阶段

## 1、增长速度换挡期：

是由经济发展的客观规律所决定的。

## 2、结构调整阵痛期：

是加快经济发展方式转变的主动选择。

## 3、前期刺激政策消化期：

是化解多年来积累的深层次矛盾的必经阶段。

# 2018年1-9月全球 大类资产收益排行

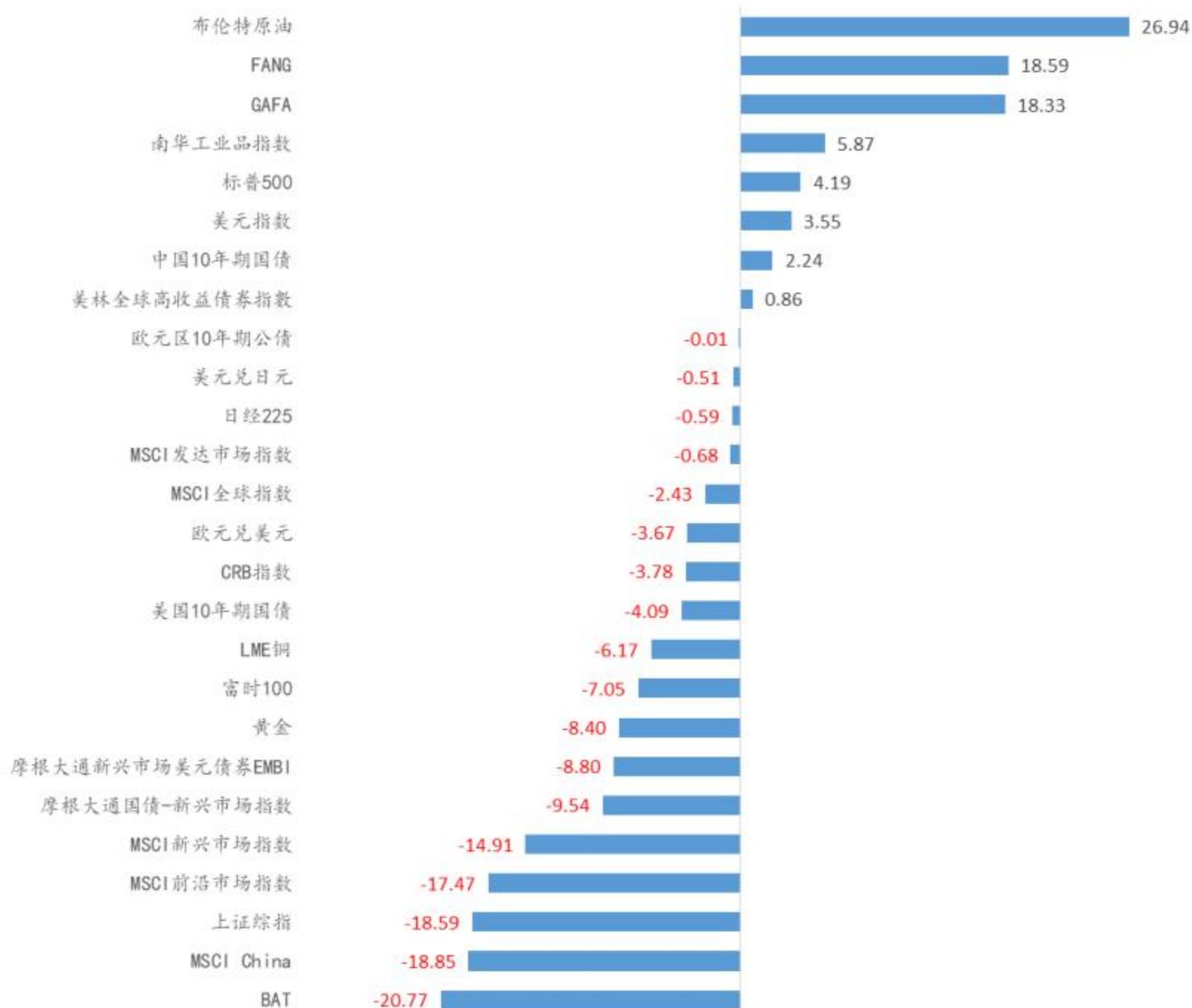
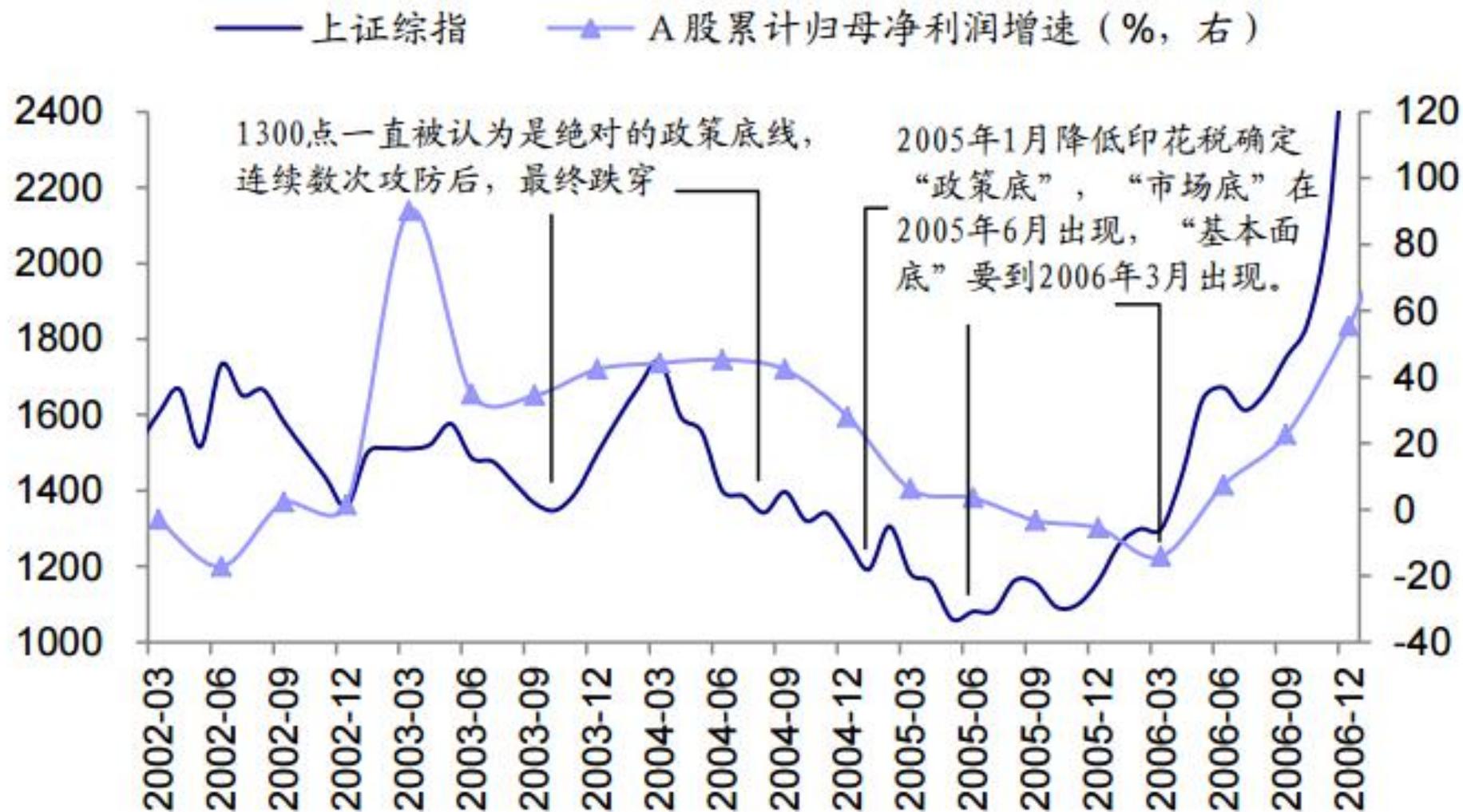
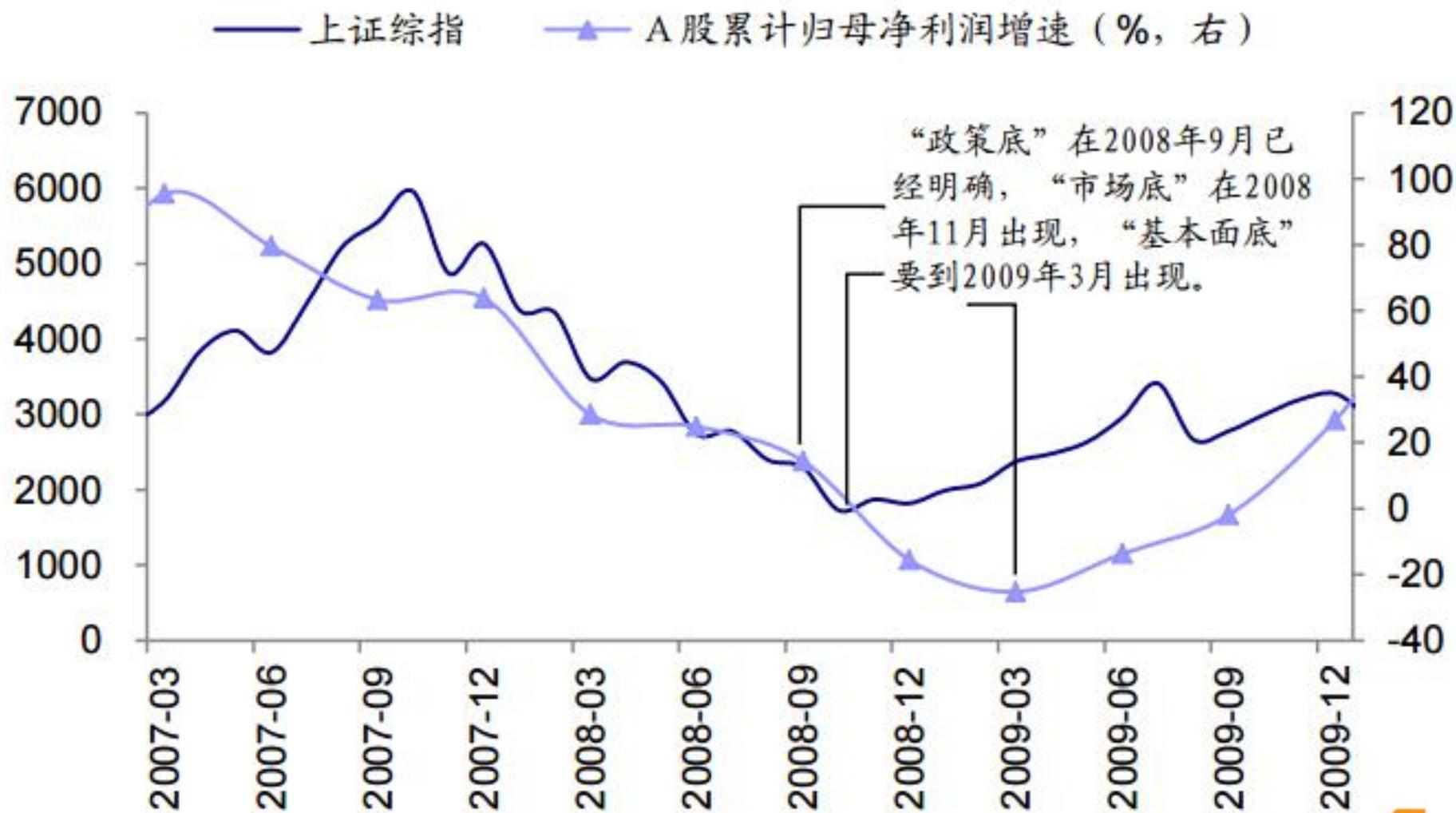


图 1: 2005 年市场“政策底”、“市场底”、“基本面底”对比



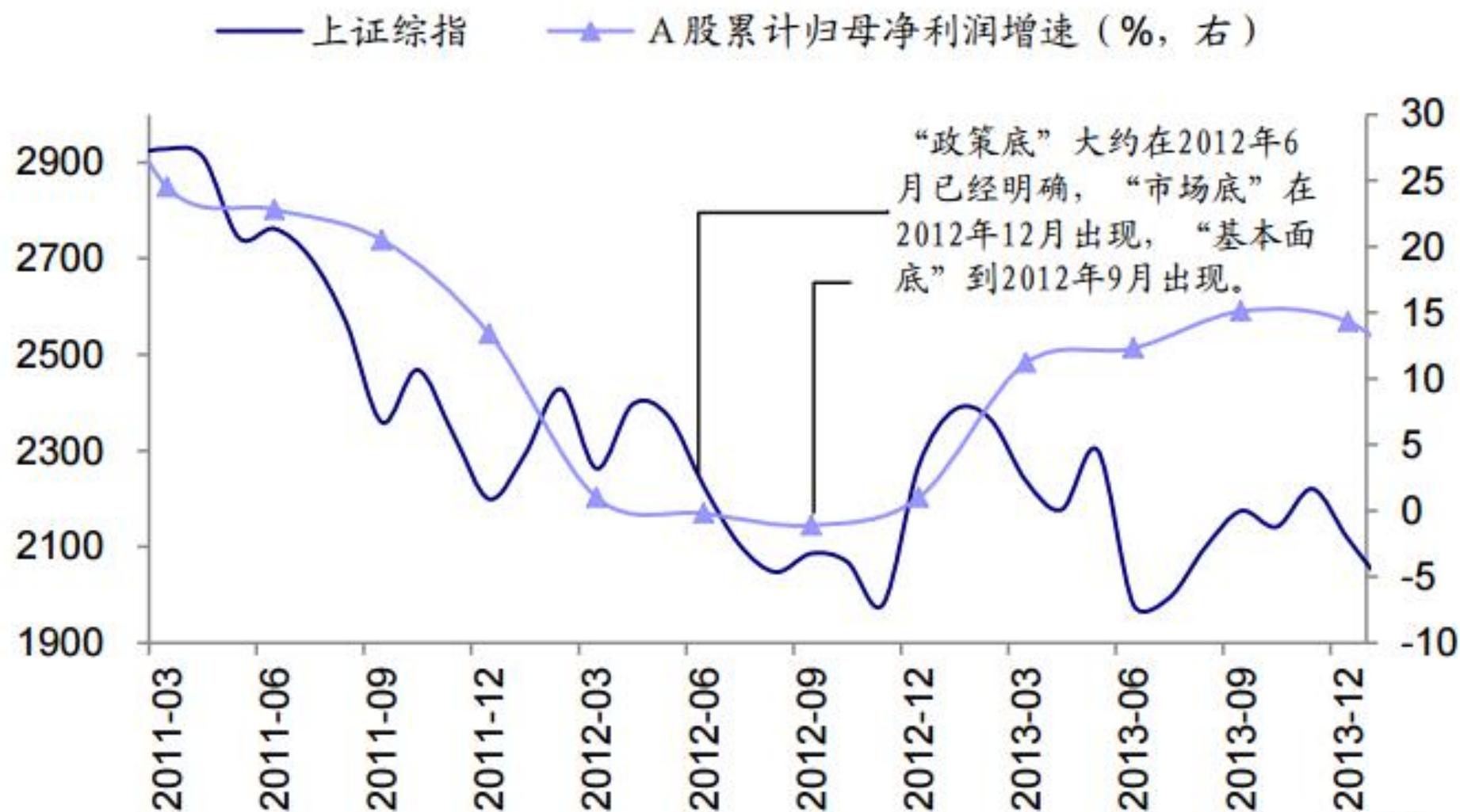
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 2008 年市场“政策底”、“市场底”、“基本面底”对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2012 年市场“政策底”、“市场底”、“基本面底”对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

# 政策面：政策底+资金底的依据

2018-04-23中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。要**推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展**，及时跟进监督，消除隐患。

2018-07-23国务院常务会议要求保持宏观政策稳定，要求**积极财政政策要更加积极，不搞大水漫灌式强刺激**。要求**稳健货币政策松紧适度**，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制。

2018-09-10国务院金融稳定发展委员会召开第三次会议：**保持股市、债市、汇市平稳健康发展**。

**债市**：流动性高、带杠杆，银行间市场，机构主导  
国债、公司债、企业债、地方债、转债等

**汇市**：流动性高、带杠杆，国际贸易环节，国家博弈  
大宗商品（能源等）

**股市**：流动性高，实体经济的虚拟映射  
经济的晴雨表，领先企业的资本化途径

**楼市**：流动性差、高杠杆，地方财政收入的主要来源  
居民财富的蓄水池



## 汪洋中的四条船

# 2018年10月19日刘鹤副总理访谈

- 1、我国经济运行处于合理区间。
- 2、金融结构性去杠杆稳步推进，各类机构不顾风险盲目扩张的冲动明显收敛，投资行为趋于理性。与此同时，历史上积累的各种风险和问题正在不可避免地水落石出，这是个必然的过程，要理性看待。
- 3、党中央国务院提出要努力实现稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期的要求，我们要坚决抓好落实。
- 4、要处理好稳增长、调结构、防风险的关系，一方面要保持经济增长的稳定性，另一方面要防控好金融风险，保持宏观杠杆率的相对稳定。两者平衡的关键是实施好以供给侧结构性改革为核心的政策体系。



# 刘鹤访谈（续1）

## 5、我们要抓紧做好三件事：

一是支持民营企业发展，提高金融可及性，减轻各类负担。

二是要深化国有企业改革，尤其要深化混合所有制改革，建立更加完善的公司治理结构，强化内部激励机制建设，提高核心竞争力。

三是金融体系要提高适应性，增强服务实体经济的能力。在当前形势下，特别要加快制度建设，发挥好资本市场的关键作用。

6、我们将继续实施积极的财政政策、稳健的货币政策、明确的产业投资政策、更具有普惠性和可持续性的社会政策，使供给侧结构性改革这个核心政策进一步深化。

分析看待中国经济的表现，如果从一时一事看，可能会感觉有一些困难，但是一旦把它作为一个历史进程往前看，发展前景十分光明。

# 刘鹤访谈（续2）

从国民经济良性循环看，中国经济正在进行一次结构性的变革，我们常说，是从传统动能向新动能转变，现在市场很关心向什么方向转？清晰描述这个转化的过程是比较复杂的，因为这是一个市场化探索和试错的过程，但从需求方向来看，有几点是明确的。

第一，中国巨大的中等收入群体正在崛起，他们在创造巨大的多元化需求；

第二，人口老龄化明显，也在形成巨大需求；

第三，以生物技术和信息技术相结合为特征的新一轮科技革命和产业变革正在兴起，这既要求我们提出供给侧解决方案，也会创造巨大需求；

第四，绿色发展创造着发展机遇。

我们要抓住这些方向，在工业化、信息化、城市化、市场化、国际化全面推进的伟大历史进程中，辨认和抓住新的机遇，努力改造传统产业，大力发展新产业，加快建设现代经济体系。

# 金融监管层集体发声



- 刘鹤：股市的调整和出清，正为股市长期健康发展创造出好的投资机会。
- 易纲：近期股市波动主要受投资者预期和情绪影响。当前股市估值已处于历史较低水平。
- 郭树清：加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司力度，允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险，不纳入权益投资比例监管。
- 刘士余：证监会始终坚持以改革开放创新为主线来稳定和提振市场信心。近期推进的主要措施包括六大方面。

高层集体发声，信息量巨大，但最核心的内容主要有三点：

一是化解股权质押风险，二是加大资金入市力度，三是推进市场基本制度改革。

# 政策组合拳加快



- 2018年10月20日晚间，证监会支持优质企业参与上市公司并购重组，将IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月。
- 2018年10月20日，《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》正式发布。

《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》和《中华人民共和国个人所得税法实施条例（修订草案征求意见稿）》在财政部、国家税务总局官网公开征求意见，为期两周。暂行办法向社会公开征求意见后将依法于**2019年1月1日**起实施。

根据新修订的个税法，今后计算个税应纳税所得额，在5000元基本减除费用扣除和“三险一金”等专项扣除外，还可享受**子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或住房租金，以及赡养老人**等专项附加扣除。

# 小结：“大趋势+大变局”背景下的投资

## 1、投资向何处？

相对收益 > 绝对收益

资产保值 > 资产增值

## 2、底部知多少？

确认：政策底、资金底

未确认：经济底？估值底？技术底？市场底？

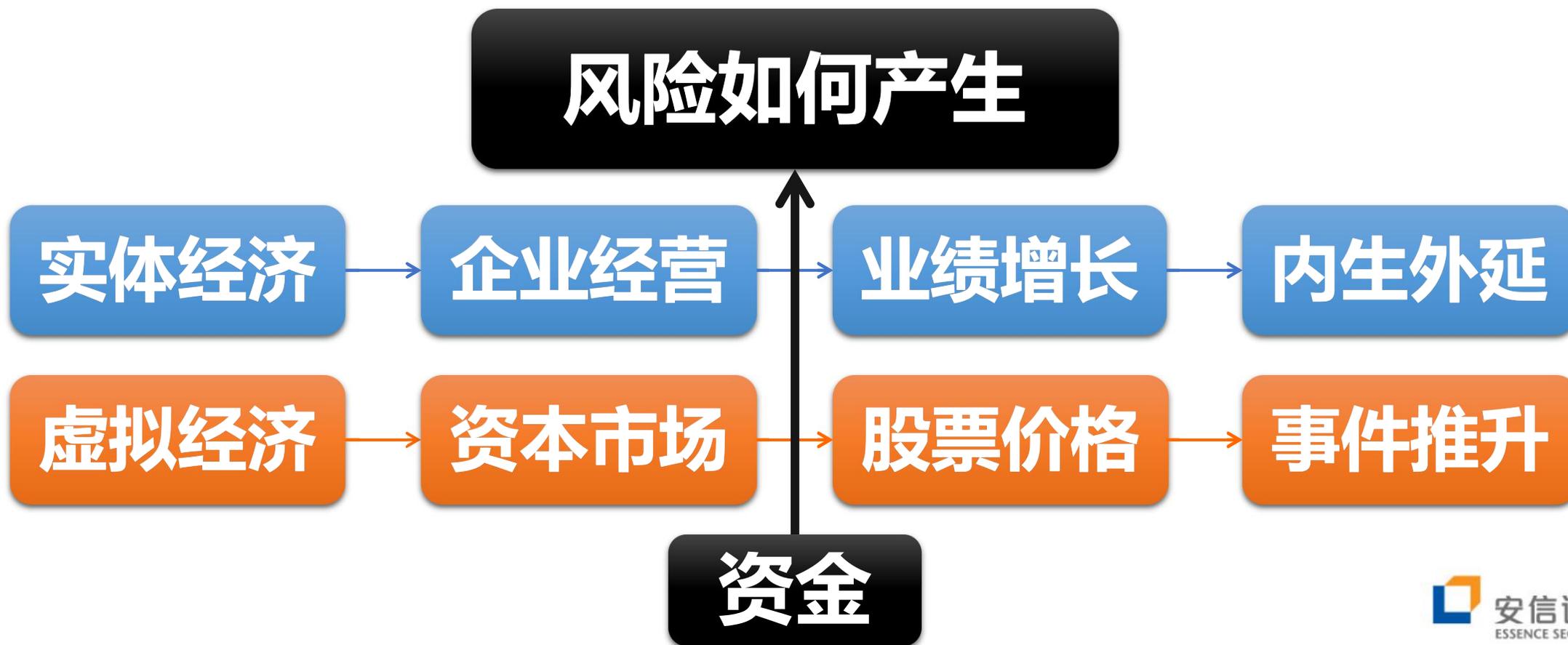
政策底领先于估值底，估值底领先于市场底

# 提纲

- ◎ 因势而动：涛动周期、三期叠加
- ◎ 危中有机：资产负债率、多元化陷阱
- ◎ 金生水起：产业链拓展、金融共生

**三期叠加：增速换挡+结构阵痛+刺激消化**

**三大任务：化解股权质押风险、加大资金入市、市场制度改革**



**2015年**

**3550只新三板基金成立**

收益为负值的占比 **> 66%**

目前已经披露业绩且2018年到期的基金中

**截至8月15日**

2018年以来, 仅有**131只**新三板基金成立

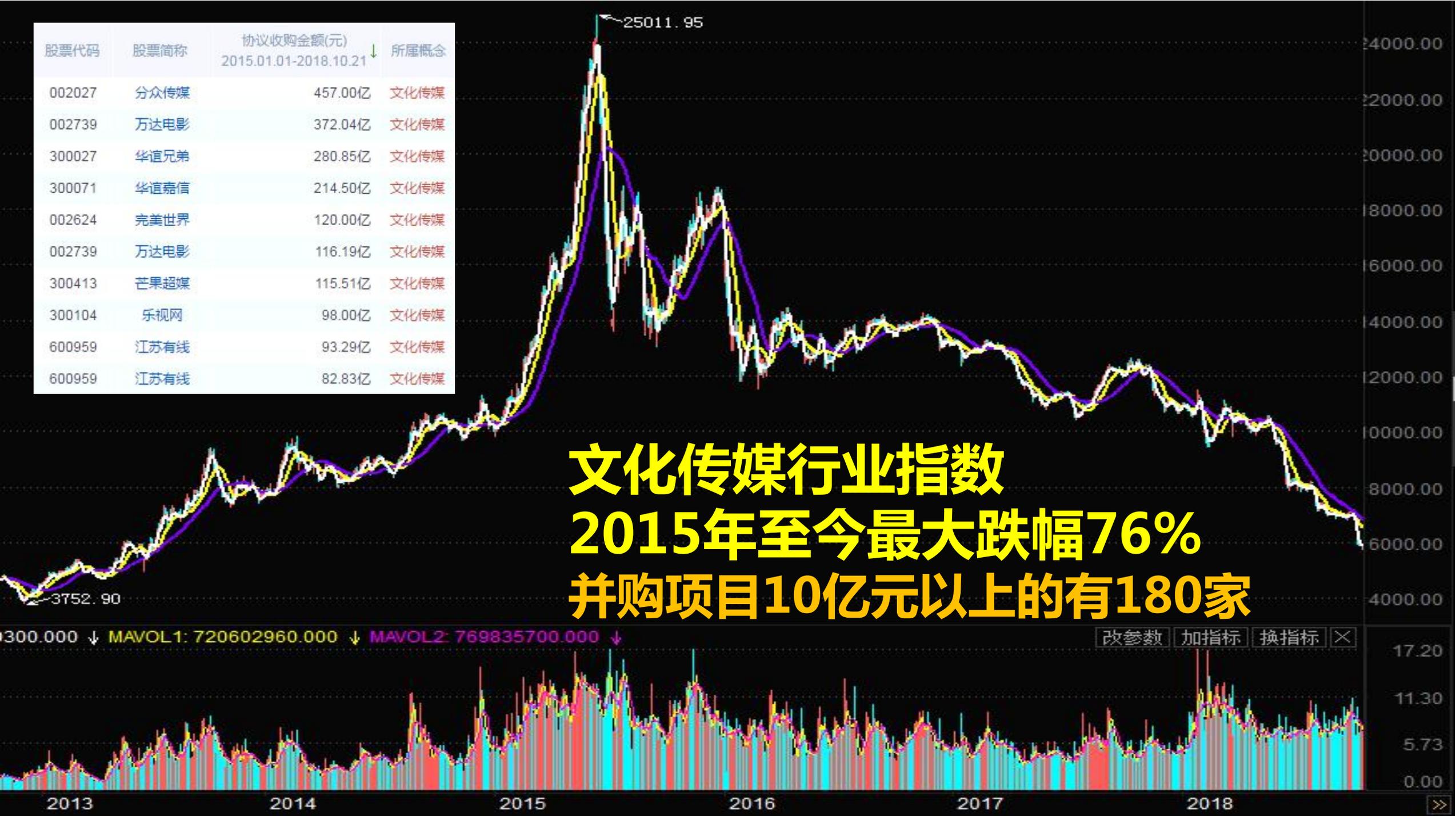
占2015年3550只的**4%**

2016年4140只的**3%**



**新三板指数：2015年大跃进  
挂牌10922家。  
基础层9994家，创新层928家。**

股票代码	股票简称	协议收购金额(元) 2015.01.01-2018.10.21 ↓	所属概念
002027	分众传媒	457.00亿	文化传媒
002739	万达电影	372.04亿	文化传媒
300027	华谊兄弟	280.85亿	文化传媒
300071	华谊嘉信	214.50亿	文化传媒
002624	完美世界	120.00亿	文化传媒
002739	万达电影	116.19亿	文化传媒
300413	芒果超媒	115.51亿	文化传媒
300104	乐视网	98.00亿	文化传媒
600959	江苏有线	93.29亿	文化传媒
600959	江苏有线	82.83亿	文化传媒



**文化传媒行业指数**  
**2015年至今最大跌幅76%**  
**并购项目10亿元以上的有180家**

# 《减持新规》限制了股东套现

- ◎ 2015年7月，证监会第18号文：从即日起6个月内，上市公司控股股东和持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份。
- ◎ 2016年1月，《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》：大股东在三个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数，不得超过公司股份总数的1%。
- ◎ 2017年5月，《减持新规》：大宗交易6个月内不得转让，受让股份 $\leq 2\%$ 总股本。
- ◎ 2018年1月，《股票质押新规》：单一股票市场整体质押率不能超过50%；单一股票证券公司集中度不超过30%，单个资管计划不超过15%；折扣率不超过6折；资金用途只能用于实体经济，不能再用于买入股票。

股东类型	减持方式	时间限制	数量限制	受让方限制	备注
大股东、特定股东	集中竞价	连续90日	$\leq 1\%$ (公司股份总数)		
	大宗交易	连续90日	$\leq 2\%$ (公司股份总数)	6个月内不得转让	
	协议转让			单个受让方受让比例 $\geq 5\%$ (公司股份总数)	
持有非公开发行股份的股东	集中竞价	解禁12个月内	$\leq 50\%$ (该次非公开发行股份数量)		附加限制

# 股权质押成为股东资金的重要来源

- 2018年10月，A股市场有3553家公司进行股权质押，质押股份数量合计6375亿股，参考市值合计4.19万亿元，市场上共有2400多家上市公司大股东存在股权质押待解压。
- 2013年900亿元，2016年3.12万亿元，2018年10月4.19万元。
- 2018年二季度以来，高质押比例（50%以上）的上市公司数量保持在150家左右，对应质押规模8300亿元。

图表 13 A股市场股票质押爆仓风险分布

	距平仓线跌幅空间	股票家数	10月质押风险爆仓 风险股票分布	7月质押风险爆仓 风险股票分布	对比
高风险	0%	982	43.72%	18.21%	增加
	0-20%	458	20.39%	20.61%	持平
中等风险	20-40%	424	18.88%	28.01%	减少
	40-60%	265	11.80%	24.49%	减少
低风险	60%以上	78	3.47%	8.73%	减少
合计		2207	100.0%	100.0%	

资料来源: Wind, 华创证券

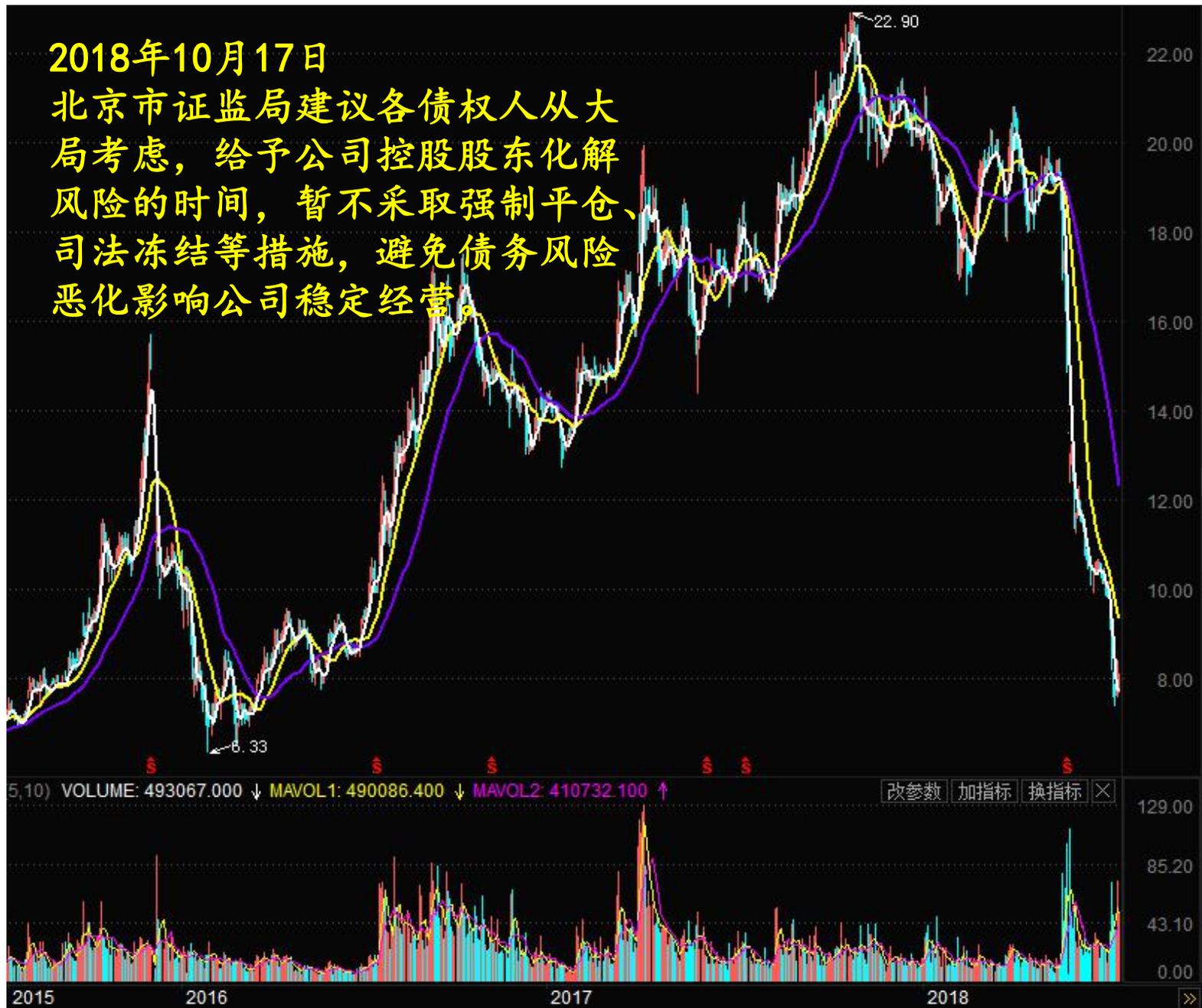
# 上市公司股东质押情况无法体现在财务报表中

序号	证券代码	证券简称	质押笔数(笔)	无限售股份质押数量(万)	有限售股份质押数量(万)	A股总股本(万)	质押比例(%)
1	000981	银亿股份	109	188416.98	142615.34	402798.99	82.18
2	600828	茂业商业	37	38807.22	96367.00	173198.25	78.05
3	000408	藏格控股	44	3418.61	151501.43	199377.95	77.7
4	603555	贵人鸟	47	48492.59	0.00	62860.21	77.14
5	002143	印纪传媒	40	135948.40	0.00	176983.42	76.81
6	000723	美锦能源	94	16706.16	297499.41	414037.81	75.89
7	000564	供销大集	99	62645.17	391057.83	600782.82	75.52
8	000567	海德股份	28	4196.16	29013.94	44216.48	75.11
9	601360	三六零	89	17122.83	488333.94	676405.52	74.73
10	002625	光启技术	128	21.87	158859.81	215458.79	73.74
11	000662	天夏智慧	40	7300.96	71870.72	109309.77	72.43
12	603818	曲美家居	38	35476.93	0.00	49148.00	72.18
13	002356	赫美集团	32	37975.23	0.00	52780.65	71.95
14	000046	泛海控股	63	363803.08	9583.33	519620.07	71.86
15	600053	九鼎投资	100	31107.16	0.00	43354.08	71.75
16	002252	上海莱士	163	354523.12	0.00	497462.21	71.27
17	300317	珈伟股份	64	53871.25	4270.38	83973.54	69.24
18	600295	鄂尔多斯	23	42010.95	0.00	61200.00	68.65
19	300064	豫金刚石	20	29269.02	52735.63	120547.66	68.03
20	002147	新光圆成	44	63.48	124090.18	182807.64	67.91
21	002699	美盛文化	61	55634.88	5303.64	90957.27	67
22	300459	金科文化	75	44654.88	86851.55	197123.30	66.71
23	002210	飞马国际	47	109552.31	0.00	165288.04	66.28
24	002684	猛狮科技	113	24284.90	13171.37	56737.44	66.02
25	000038	深大通	48	7943.65	26458.96	52277.74	65.81
26	002759	天际股份	79	1173.41	28556.30	45218.00	65.75
27	600180	瑞茂通	27	66808.68	0.00	101647.75	65.73
28	000688	国城矿业	6	74106.86	0.00	113729.93	65.16
29	600246	万通地产	25	59156.36	73255.81	205400.93	64.47
30	300393	中来股份	50	9854.98	5680.36	24099.47	64.46

# 案例1： 东方园林002310



唐凯、何巧女夫妇及其一致行动人累计质押股份数占其持股总数的63.70%。



因PPP项目回款存在一定的周期，企业需大量垫资，  
东方园林便大量举债用于公司经营。

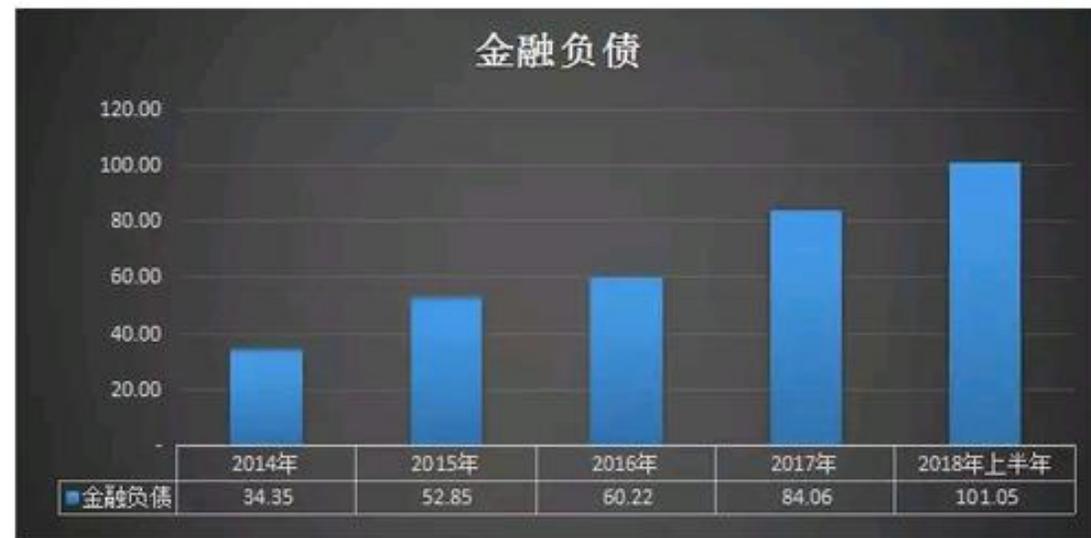
2014年到2018年上半年，东方园林总负债将近翻了两番，从73亿  
至281亿。资产负债率从56.22%攀升至70.21%。负债规模快速扩大。



东方园林各种金融工具用尽，陷入资不抵债：  
 短期借款、长期借款、短期融资券、超短期融资券、公司债券等。  
 2018年上半年末，**金融负债合计高达101.05亿**。  
 其中，有73.61亿需要在未来的一年时间内偿还。

项目	金额	还款期
短期借款	33.95	一年以内
一年内到期的长期借款	0.66	一年以内
短融、超短融	39.00	一年以内
长期借款	5.07	超过一年
公司债券	22.37	超过一年

项目	2017年上半年	2018年上半年	增幅
收入	49.84	64.63	29.67
净利润	5.86	6.60	12.56
净利率	11.76	10.21	-1.55



# 资产负债率

◎ **公式**：资产负债率=负债总额 / 资产总额×100%

◎ **负债总额**：指各项负债的总和，包括流动负债和长期债。

**资产总额**：指各项资产的总和，包括流动资产和长期资产。

◎ **应用**：通常，破产企业的固定资产拍卖为市价五折，

**因此资产负债率的适宜水平是40%~60%。**

如果资产负债率在80%以上，判断为高负债。

如果资产负债率达到或超过100%，说明资不抵债。

# 国家政策导向：降杠杆=降负债



◎ 2018年1月25日，全国银行业监督管理工作会议召开。

会议要求2018年着力降低企业负债率，继续遏制房地产泡沫化。  
一是着力降低企业负债率，推动企业结构调整和兼并重组，严格控制对高负债率企业融资，建立联合授信和债权人委员会两项机制，加快不良贷款处置速度。二是努力抑制居民杠杆率，重点是控制居民杠杆率的过快增长，打击挪用消费贷款、违规透支信用卡等行为，严控个人贷款违规流入股市和房市。

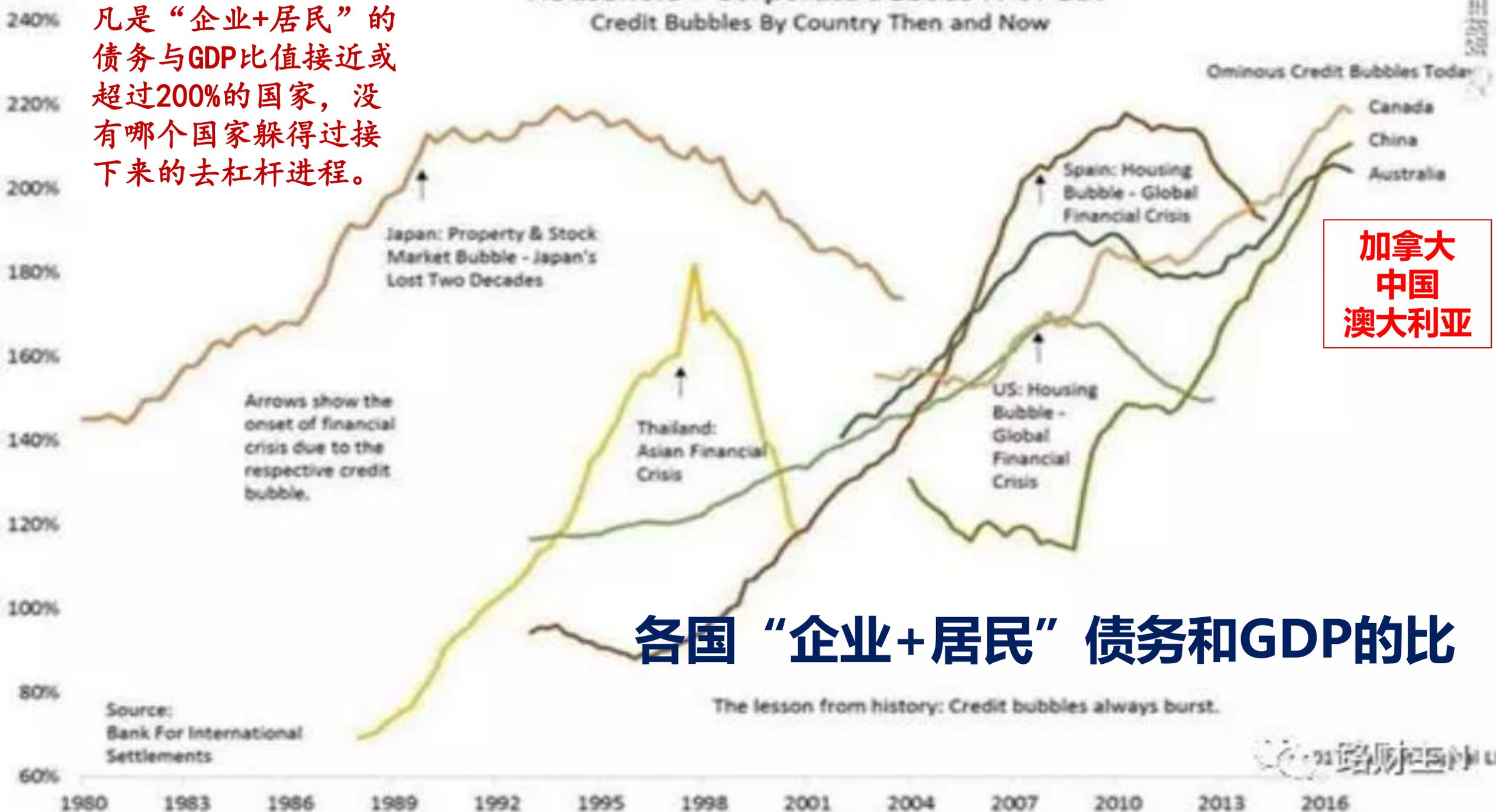
◎ 2018年8月8日，发改委发布《2018年降低企业杠杆率工作要点》，要求建立国有企业资产负债约束机制，明确其降低资产负债率的目标和时限。如国有工业企业资产负债率预警线为60%，重点监管线为65%，较2017年下降5个百分点。

# Household + Corporate Debt as % of GDP

Credit Bubbles By Country Then and Now

财经网

凡是“企业+居民”的债务与GDP比值接近或超过200%的国家，没有哪个国家躲得过接下来的去杠杆进程。



加拿大  
中国  
澳大利亚

各国“企业+居民”债务和GDP的比

The lesson from history: Credit bubbles always burst.

Source: Bank for International Settlements

财经网 CFINET.COM

# 企业部门负债率

◎根据Wind数据梳理上市公司2018年中报，剔除银行、保险、券商等金融企业、中国石油、中国石化，以及未披露中报的ST长生，沪深市3452家上市公司整体负债率为61.9%，相较2015年-2017年虽然微升，但整体平稳。

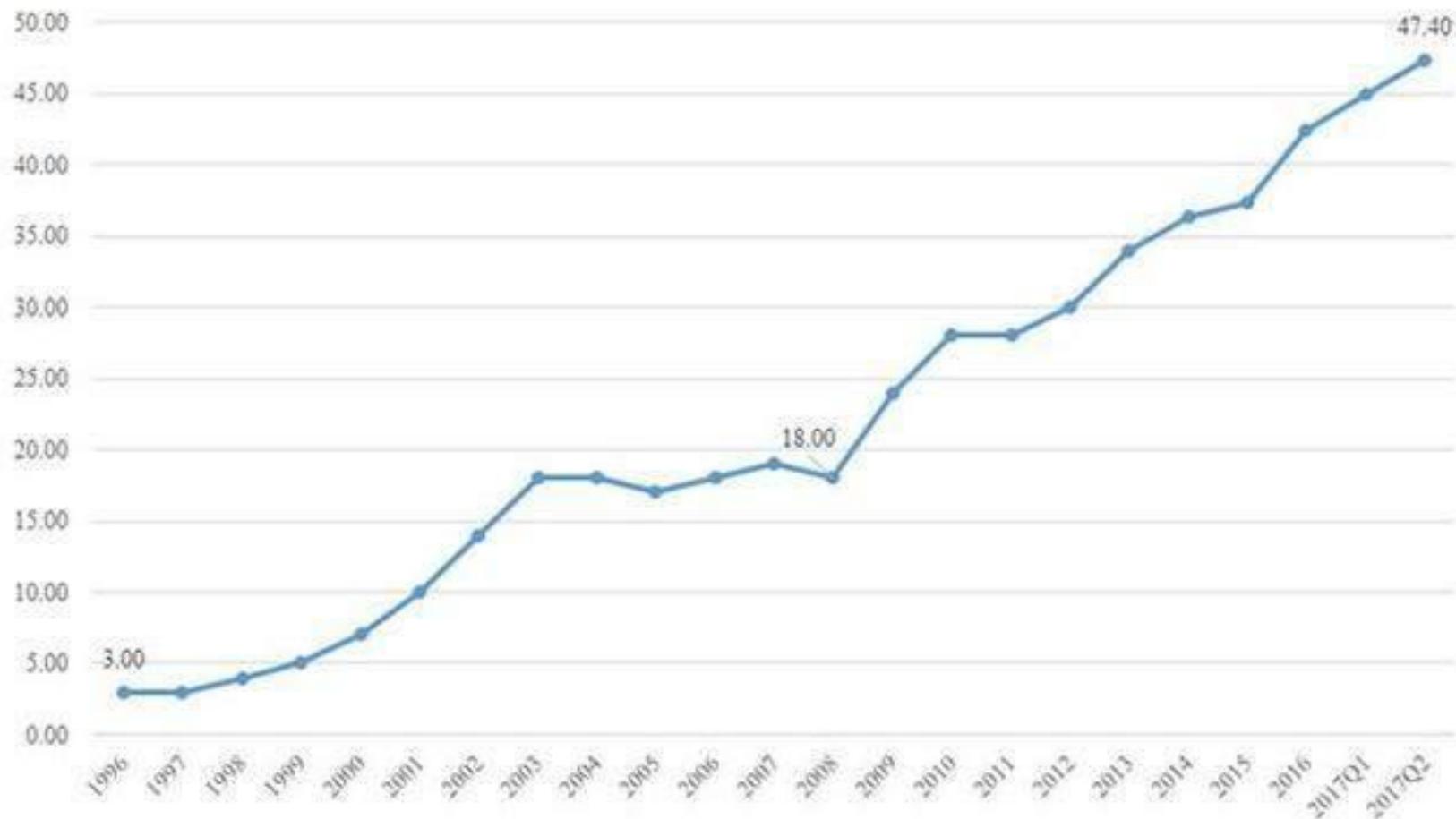
◎2018年上半年3452家上市公司总资产为53.55亿元，较2017年末增6%，较2015年末增45%。总负债为33.15亿元，较2017年末增7%，较2015年末增45.7%。

◎负债率超70%的上市公司多达326家，所属行业集中在房地产、建筑、汽车制造业、计算机、电力热力生产、钢铁、专用设备等。

◎A股上市房企上半年末总资产为9.31万亿元，负债率高达80%，较2017年末的79%略升。净负债率才能反应房企真实的负债情况

# 居民杠杆率加速上行

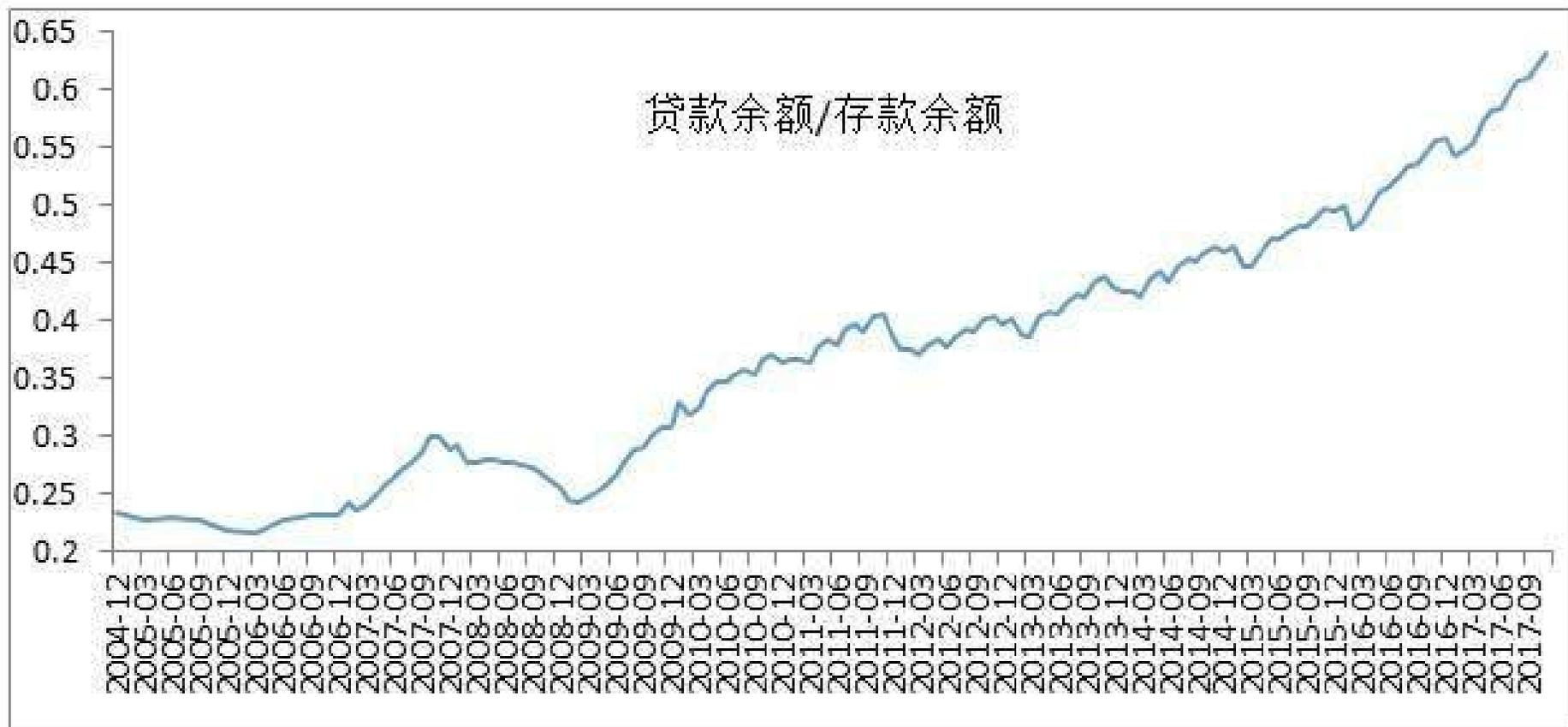
自2008年以来，我国居民杠杆率迅速增长，2017年二季度高达47.4%，高于国际上大多数新兴市场国家的平均水平。这一数值尚未考虑住房公积金贷款和P2P、现金贷等贷款，预估加上将达到56%左右，接近发达经济体60%以上的水平。



# 居民存贷比大幅上行

中国居民部门贷款/存款的数值一直呈大幅上行态势。

居民部门贷存比从09年1月24.6%攀升到2017年11月的63.2%，债务负担创下了历史新高。



# 近年我国居民负债的特点

1、绝大多数家庭的绝大多数债务都是房贷，特别是普通居民，只要买房，就有房贷，且偿还房贷的收入来源主要依靠薪酬。

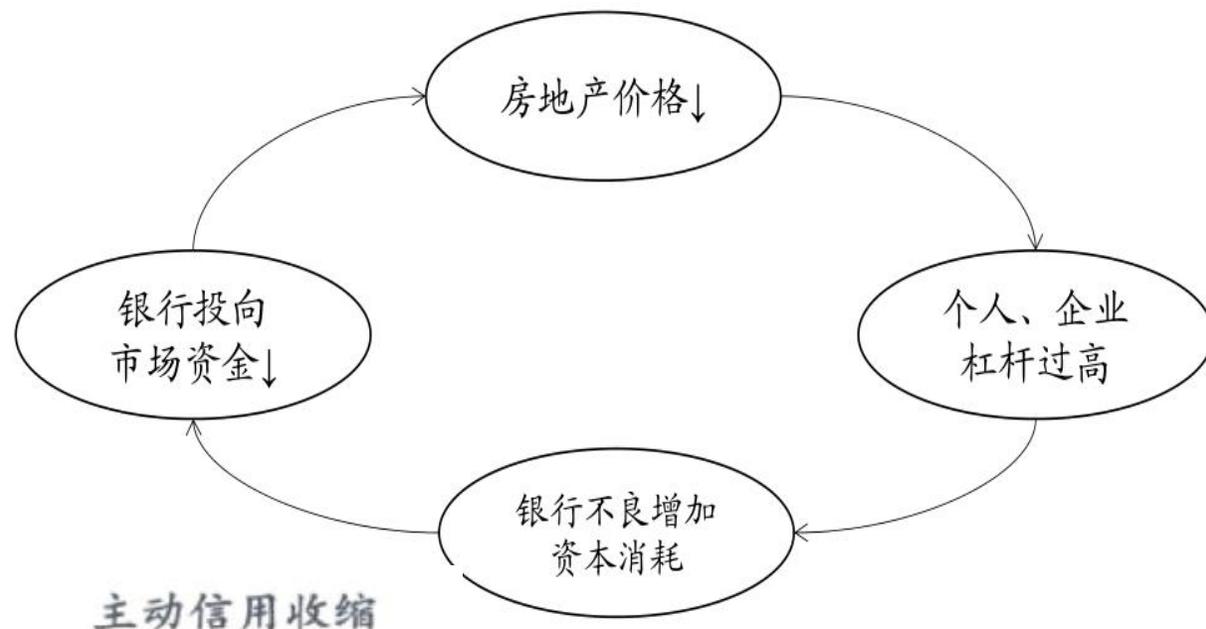
2、家庭债务的地区分布状况存在不平衡。

数据显示，截至2017年8月，福建、广东、北京、江苏、浙江、上海、云南、贵州、西藏、新疆等16个省份的杠杆率超过50%。其中，福建省的家庭杠杆率达到105%。

3、互联网金融的崛起：居民债务在P2P、消费信贷等领域迅速扩张。

# 为什么从“去杠杆”到“降杠杆”？

# 为什么“宽货币”无法到“宽信用”？





证券代码	证券简称	质押股占总股本比重	与预警线偏离程度	与平仓线偏离程度	今年以来涨幅	18中报业绩较17年报改善
002170.SZ	芭田股份	19.3%	-23.2%	-11.4%	-53.2	是
002210.SZ	飞马国际	31.6%	-38.3%	-28.8%	-52.5	是
300269.SZ	联建光电	36.6%	-42.7%	-33.9%	-46.9	是
300350.SZ	华鹏飞	35.5%	-46.4%	-38.1%	-42.8	是
002769.SZ	普路通	4.8%	-16.3%	-3.4%	-39.6	是
603118.SH	共进股份	15.7%	-34.6%	-24.6%	-38.9	是
002456.SZ	欧菲科技	12.9%	-22.8%	-10.9%	-38.1	是
002213.SZ	特尔佳	8.8%	-39.0%	-29.6%	-37.6	是
002197.SZ	证通电子	25.3%	1.9%	17.6%	-37.6	是
002751.SZ	易尚展示	2.9%	-3.3%	11.6%	-36.3	是
002436.SZ	兴森科技	13.8%	-26.8%	-15.5%	-35.7	是
300311.SZ	任子行	39.2%	-45.4%	-37.1%	-34.1	是
002886.SZ	沃特股份	7.6%	-36.2%	-26.4%	-31.8	是
002654.SZ	万润科技	28.7%	-26.2%	-14.8%	-31.6	是

资料来源: Wind, 天风证券研究所

# 小结：

- 1、增速换挡=从追求盈利增长到资产保值
- 2、从国家、企业到居民，一个债务周期的结束
- 3、企业扩张的必经之路：  
成本失控、资产素质下降、负债风险增加。
- 4、除了资产负债率，还可以关注“总费用/总收入”指标，  
如果费用和收入比不断上升，说明企业经营状况不佳。

# 关注费用的合理性和异常

◎ 各个行业不同，管理费用、销售费用占销售收入的比例也不相同，据实发生的就是合理的。假设毛利率30%，净利率6%，则销售费用和管理费用、财务费用三项比例合计应不超过24%。一般销售费用占比5%-15%之间，管理费用占比10%-15%之间。

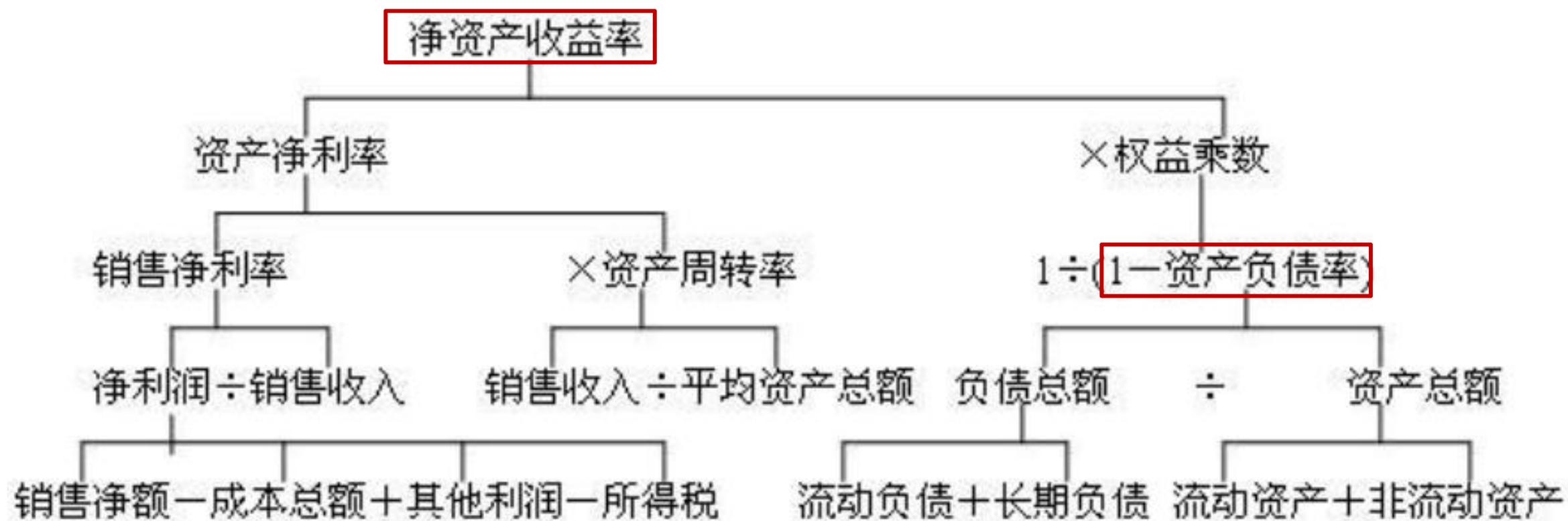
◎ 高新技术企业申请对研发费用和销售收入的比例要求：

企业持续研发活动，近三个会计年度的研发费用总额占销售收入总额的比例不低于如下要求：最近一年销售收入小于5,000万元的企业，比例不低于6%；最近一年销售收入在5,000万元至20,000万元的企业，比例不低于4%；最近一年销售收入在20,000万元以上的企业，比例不低于3%。其中，企业在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于60%。企业注册成立时间不足三年的，按实际经营年限计算。

# 提纲

- ◎ 因势而动：涛动周期、三期叠加
- ◎ 危中有机：资产负债率、多元化陷阱
- ◎ 金生水起：产业链拓展、金融共生

# 杜邦分析模型



## 炒房族的赚钱分析

例子：

假设老张，自有资金30万元。

2015年贷款70万元，共100万元买了一套房子；

2018年卖掉房子，得200万元。还掉贷款70万，净赚100万。

没卖房子前，资产负债率是  $70/100=70\%$ ；

卖掉房子后，净资产收益率是  $100/(200-70) = 76\%$ ；

但是，假如老张没有卖掉房子，就必须承受高负债；

假如老张买了很多套房子，那么需要提防资金链断裂；

假如老张把赚的钱投资P2P、炒股、买彩票，风险就很大。

因此需要考虑再投资的风险收益比。

# 案例2：新光圆成002147/原方圆支承



周晓光是摆地摊出身，新光以饰品起家，如今已经发展成为一家以饰品及贸易为主，集房地产开发、农业、旅游及其他、金融小贷等多元业务于一体的大型民营企业集团，资产超过800亿元。在2017年胡润百富榜中，周晓光夫妇以330亿元的身价居于65位；2018年，她也是胡润全球“白手起家女富豪榜”的第26名。



由“饰品女王”浙江女首富周晓光掌控的新光集团陷入“流动性危机”，这一传言终于确认为现实。周晓光曾经被成为“最励志的女企业家”，从摆摊卖绣花开始，开饰品厂，成了义乌第一个当选全国人大代表的民营企业企业家。在2017年胡润百富榜中，周晓光夫妇以330亿元的身价居于65位，2018年，她也是胡润全球“白手起家女富豪榜”的前26名。

# 周晓光的星光历程

- 1962年出生的周晓光，在20岁左右，便从母亲那借来10多元钱，开始在码头跑小生意，经过5—6年的发展，成为中国第一波万元户。
- 1985年，周晓光嫁给了同行虞云新，而后夫妻二人合伙，在义乌第一代小商品市场里买下了一个摊位卖绣花。
- 1995年，夫妻俩筹集了700万元投资办饰品厂，几年时间，新光饰品厂迅速发展在全国建立了自己的产品销售网络，成为国内饰品行业的龙头企业。
- 2004年，夫妇二人察觉到房地产的机遇，成立了新光房地产开发有限公司，收购浙江万厦，正式跨界房地产。十年间，新光集团不断壮大，旗下有21家全资子公司及控股公司，近百家参股公司，总资产达200多亿元。
- 2015年，新光集团入主\*ST金路准备借壳上市，但以失败告终。
- 2016年4月，新光圆成借壳安徽方圆支承002147上市，完成了上市梦。

# 债务急剧膨胀的背后 往往伴随着 企业多元化发展 和疯狂扩张

新光圆成产业群	集地产业、制造业为主的双主业上市公司，主要包括浙江万厦房地产开发有限公司和方圆精密机械。
新光地产产业群	融商业地产、旅游地产、住宅地产、园林景观、建筑装饰等业务为一体，拥有国家房地产开发一级资质，业务覆盖多座城市，成功打造了义乌世贸中心、香格里拉大酒店、千岛湖皇冠假日酒店等多个大型城市、商业、旅游综合体项目。
新光金融产业群	包括新光金控投资有限公司、杭州新光金融服务有限公司、义乌新光民间资本管理有限公司、义乌新光小额贷款股份有限公司、百年人寿保险股份有限公司，且为南粤银行第一大股东。
新光互联产业群	包括饰品供应链整合平台聚饰云及垂直产业园区聚饰云产业园，母婴 S2B 平台聚童云，针织 B2B 平台聚织云，婚礼服务平台 VORES，O2O 外综服务平台新光云贸，外贸服务平台国贸供应链，新零售品牌四季严选，社区小店品牌兔波波，社区 O2O 平台浙江兔巢等。
新光饰品产业群	包括饰品产业平台新光饰业 Neoglory Jewelry，国际贸易公司善辰饰品，饰品品牌 SU live、EVE、FA、NEO' S。
新光投资产业群	包括新光投资，浙江创道投资管理有限公司，旅游开发公司新天集团，以及农业企业红旗坡集团等。

# 案例3：比亚迪002594 王传福的多元进程





王传福  
安徽芜湖人

◎ 1997年起，比亚迪打入国际市场并先后推出镍氢电池和锂离子电池。由于性价比高（日本产的手机锂电池8美元一块，比亚迪只要2.5美元），比亚迪的客户包括摩托罗拉、爱立信、飞利浦、波导等等国内外手机厂商，成中国排名第一的“二次充电电池”制造商，王传福被誉为“电池大王”。

◎ 2002年7月，比亚迪在香港主板上市（代码01211.HK），募集资金16亿港元。上市后，锂离子电池出货量把镍镉电池远远抛在后面，1999年锂离子电池销售额仅为镍镉电池的14%，2004年达到226%。

◎ 2003年1月22日，比亚迪宣布以2.7亿购入西安秦川77%权益（一年后增持至92%）。王传福称西安秦川可为进军电动汽车市场之切入点。

◎ 同时，2003年起比亚迪陆续推出屏幕、镜头模块、键盘机壳模具、软性电路板等产品，几乎覆盖所有的手机零组件，开展手机组装业务。

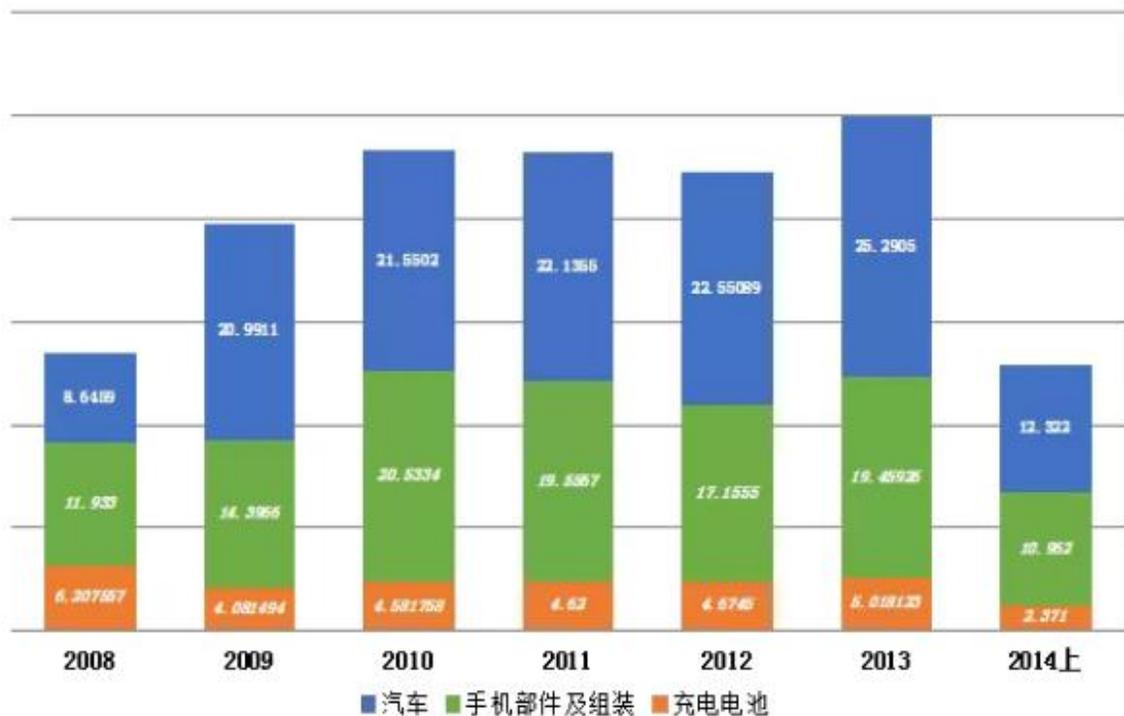
# 王传福的独特理念

- **大众情人**：汽车的个性主要体现在外观上，找个时兴的车型略加改变以规避法律风险，获得市场认可的机率大得多。
- **逆向研发**：比亚迪借鉴的不仅是外形，还包括发动机、变速器等核心部件。
- **垂直整合**：从发动机、整车内外饰件、塑胶产品、汽车电子部件、五金零部件、前后保险杠等，将整个汽车生产的上下游重要零部件都掌握到自己手中，自己给自己做配套。
- **终极目的**：收购时候王传福宣称终极目标是电动汽车。

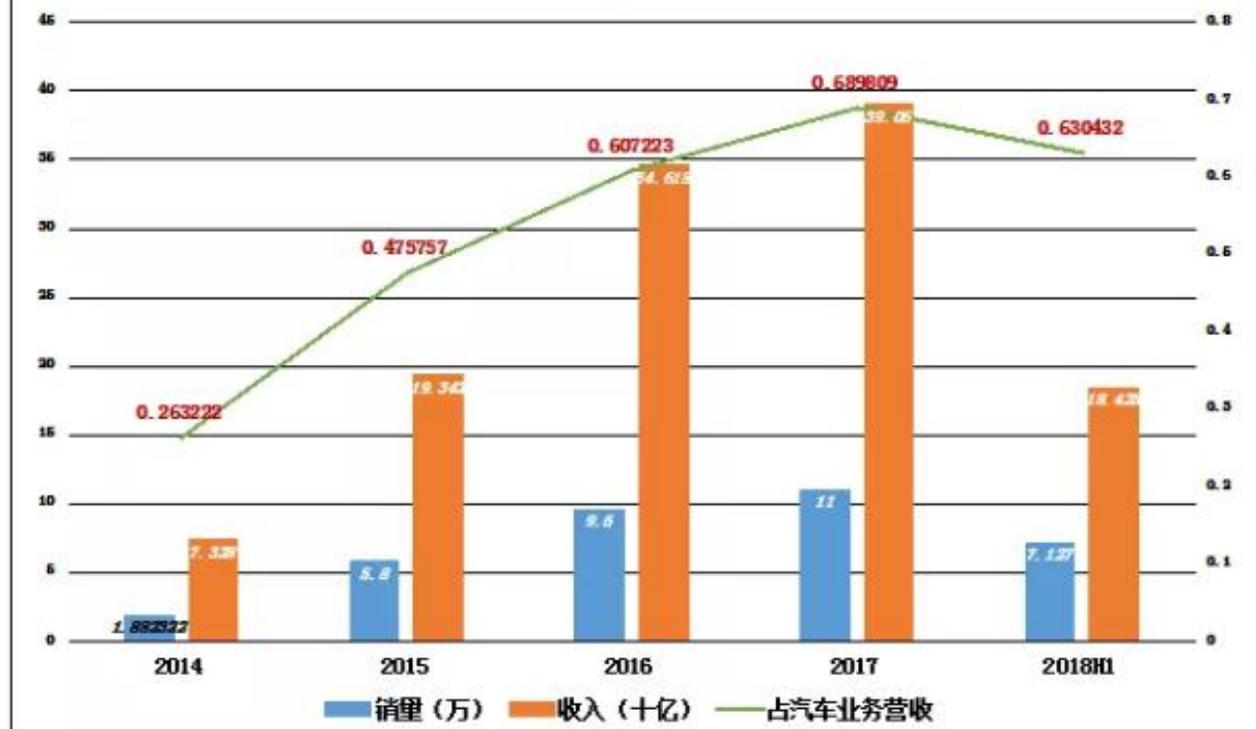
# 王传福的“多元化”：

## 二次充电电池、手机部件、燃油车、电动车、云轨

比亚迪营收结构（十亿元）



比亚迪新能源车销量及收入



# 常用相对估值方法

市盈率/PE 选股法

市净率/PB 选股法

净资产收益率/ROE 选股法

市销率/PS 选股法

# 净资产收益率/ROE，资产收益率ROA

- ◎ 净资产收益率，又称ROE：是衡量公司盈利能力的重要指标。
- ◎ 内涵：净资产收益率是税后利润与净资产的比值  
企业净资产由实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润构成。  
净资产=资产-负债=所有者权益  
简单理解就是一家公司的资产（净资产、减去负债）每年能赚多少钱（净利润、扣除费用）。
- ◎ 计算公式有2种：
  - 1) 摊薄净资产收益率 = 报告期净利润 ÷ 期末净资产
  - 2) 加权平均净资产收益率 = 报告期净利润 ÷ 平均净资产

# 净资产收益率ROE的投资应用

- 1、ROE越高，说明企业自有资本获取收益的能力越强，运营效益越好。
- 2、ROE上不封顶，越高越好；下限不宜低于银行一年定期存款利率。
- 3、证监会明确规定：上市公司在公开增发时，三年的加权平均净资产收益率平均不得低于6%。
- 4、价值投资流派认为：  
非金融类行业最低标准的ROE应在10%以上，  
金融类公司应在12%以上，  
优质公司应在15%之上，龙头企业应在20%以上。  
而且最少是三年以上的数据维持。

# 案例4：黑牛食品002387的多元化失败

◎ 2010年黑牛食品登陆A股，主业为大豆及谷物类营养饮品的研发、生产和销售，其中，豆奶粉和液态豆奶对主营业务收入的贡献约为80%。当年实现净利润8100.75万元；维维股份扣非净利只有4683.14万元。

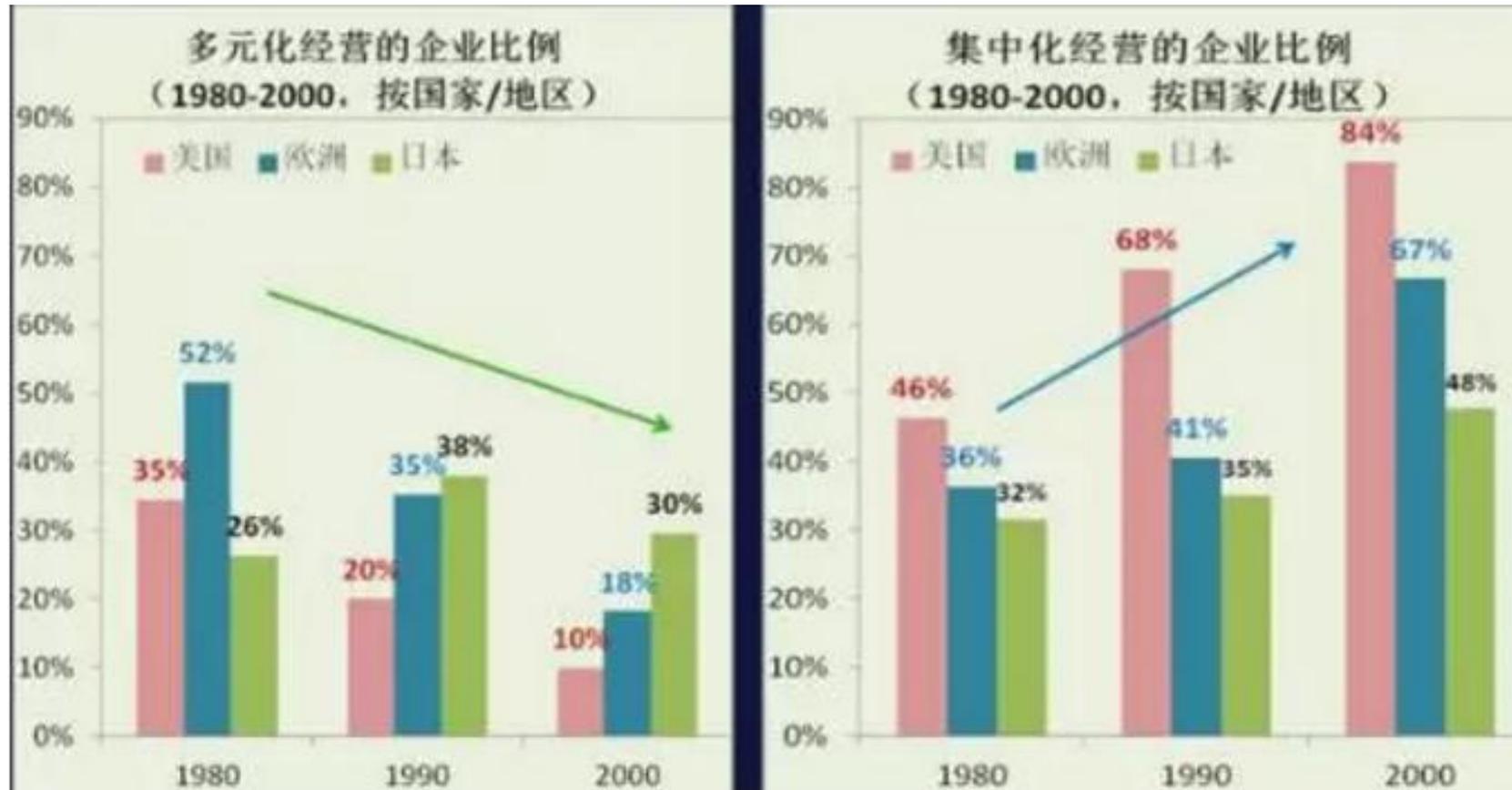
◎ 2013年黑牛食品走上多元化道路。公司开始调整产品结构，增加常温乳酸菌饮品；搞差异化创新，改良产品配方，推出无添加、低糖、无糖等改良产品；更换包装；清理渠道库存。

◎ 2014年推出预调鸡尾酒品牌“达奇/TAKI”，签了金秀贤做形象代言人。

◎ 2015年下半年放弃了鸡尾酒业务。  
卖壳王文学。现改名“维信诺”。



# 小结：降负债+去多元化 应成为当前企业的首要目标



从多元化经营到集中主业是过去40年世界大公司的主要趋势

# 提纲

- ◎ 因势而动：涛动周期、三期叠加
- ◎ 危中有机：资产负债率、多元化陷阱
- ◎ 金生水起：产业链拓展、金融共生

## 观点：多元化并不是企业的噩梦

企业要做大做强，资产并购是一条必经之路

处于经济上升期，资产并购的意义=锦上添花；

处于经济下行期，资产并购的意义=雪中送炭。

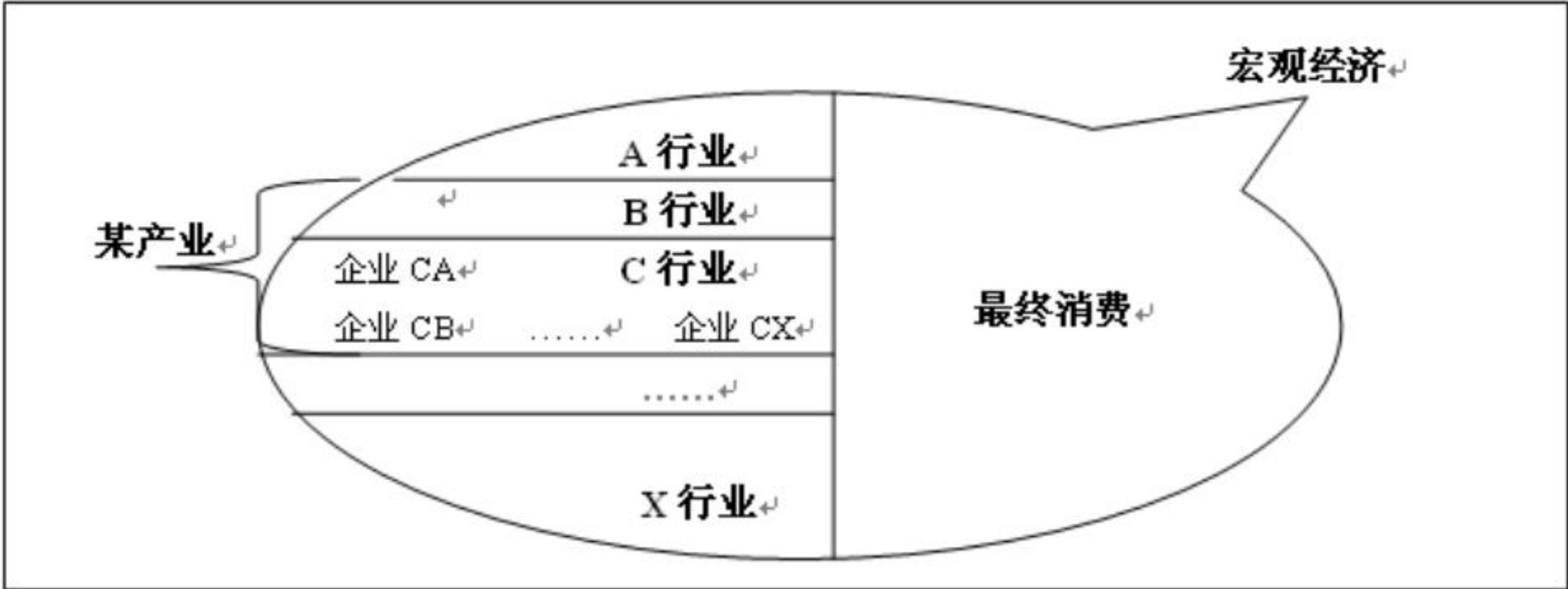
从产业链拓展的方向，去进行多元化，而不是跨界经营。

产业转移  
一带一路



产业定位  
细分龙头

# 宏观经济 > 产业 > 行业 > 企业



行业=供给

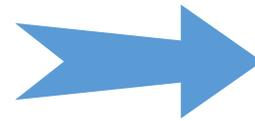
市场=需求

# 行业的驱动因素

## (1) 供给和需求

供给 = 行业 = 产能—产量—存货

需求 = 市场 = 消费—销量—容量



行业趋势

## (2) 技术和政策

关注先进技术领域，对行业的影响，包括信息技术、生物技术、材料技术、能源技术、空间技术等。

# 行业的周期性分析

行业景气状况变动与国民经济总体的变动是有关系的，但关系密切的程度又不一样，据此可以将行业分为：

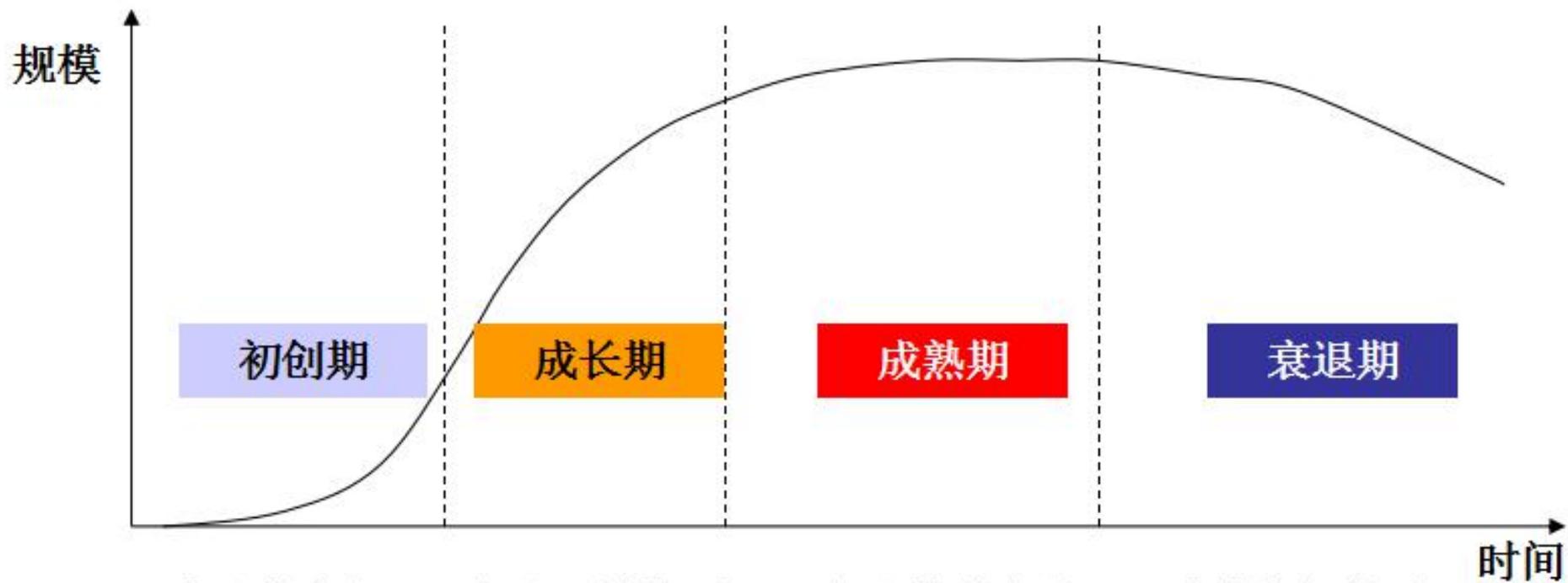
**增长性行业：**行业变动不总是随经济的变动而同步变动，经济增长时高增长，经济衰退时有一定增长；如计算机、TMT行业等。

**周期性行业：**行业的变化态势和经济周期紧密相关，典型的周期性行业有钢铁、有色、煤炭、水泥等。

**防御性行业：**行业的经营状况在经济周期的上升和下降时期都很稳定。像食品业和公用事业。

# 行业生命周期的观察点

- 1) 行业规模。随着行业兴衰，行业的市场容量有一个“小-大-小”的过程，行业的资产总规模也经历“小-大-萎缩”的过程。
- 2) 产出增长率。产出增长率在成长期较高，在成熟期以后降低，经验数据一般以15%为界。到了衰退阶段，行业处于低速运行状态，有时甚至处于负增长状态。
- 3) 利润率水平。利润率水平是行业兴衰程度的一个综合反映，一般都有“低-高-稳定-低-严重亏损”的过程。
- 4) 技术进步和技术成熟程度。随着行业兴衰，行业的创新能力有一个强增长到逐步衰减的过程，技术成熟程度有一个“低-高-老化”的过程。
- 5) 开工率。长时期的开工充足反映了行业处在成长或成熟期间的景气状态。衰退期往往伴随着开工不足。
- 6) 从业人员的职业化水平和工资福利收入水平。随行业兴衰，从业人员的职业化和工资福利收入水平有一个“低-高-低”的过程。
- 7) 资本进退。行业生命周期中的每个阶段都会有企业的进退发生，成熟期以前，进入的企业数量及资本量大于退出量；而进入成熟期，且企业数量及资本量与退出量有一个均衡的过程；在衰退期，则退甘入，行业规模逐渐萎缩，转产、倒闭多有发生。



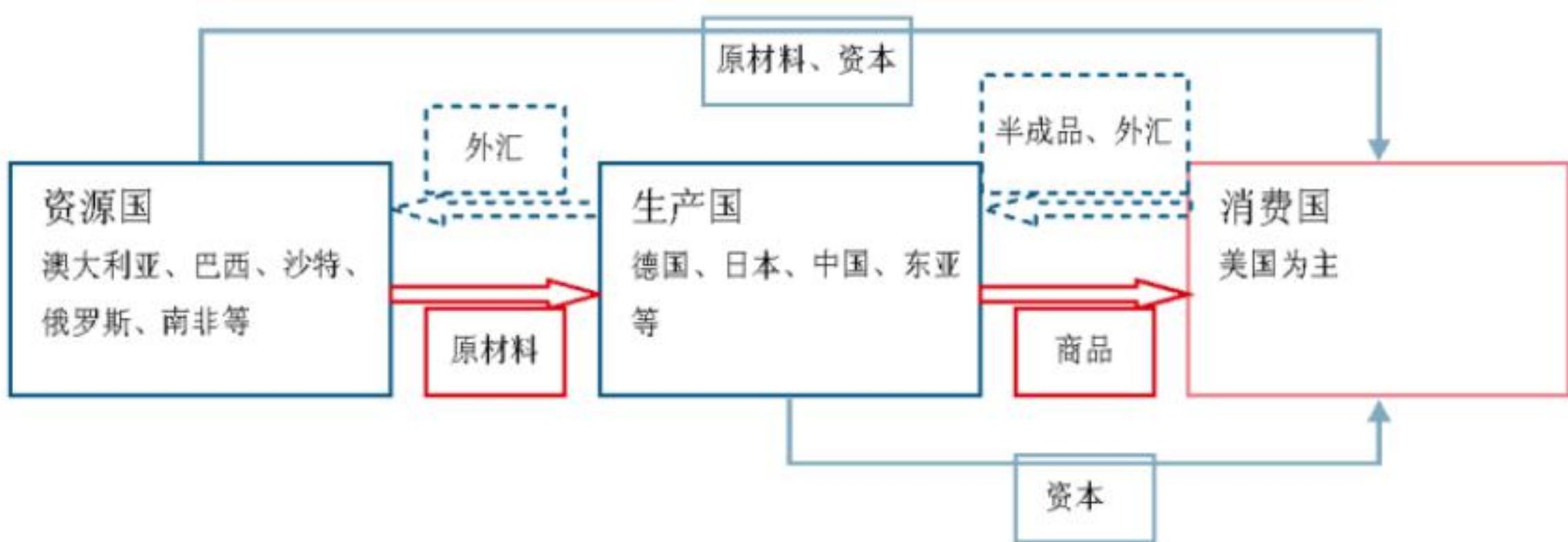
产品的市场接受度值得怀疑，商业战略的实施并不清晰，存在高风险和许多破产事件。

产品已被接受，业务拓展开始，销售额和盈利加速增长，但商业战略的正确实施仍是一个问题。

行业趋势与总体经济趋势相同，参与者在稳定的行业中争夺市场份额。

消费偏好的改变和新技术的出现使产品的需求逐步减少。

# 中国在全球产业链的地位重构



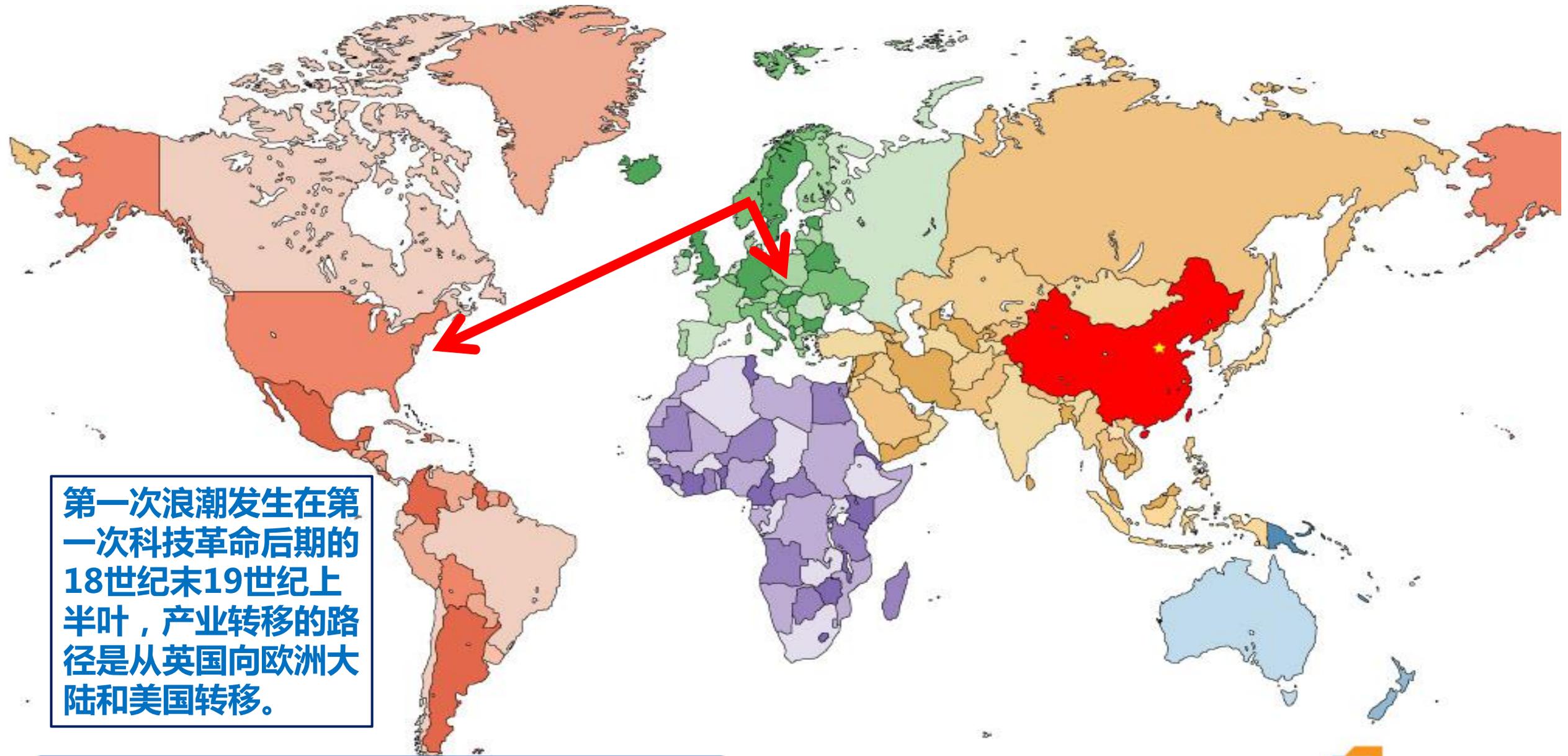
# 产业技术革命和产业转移

当前先进技术领域：

信息技术、生物技术、材料技术、能源技术、空间技术等。

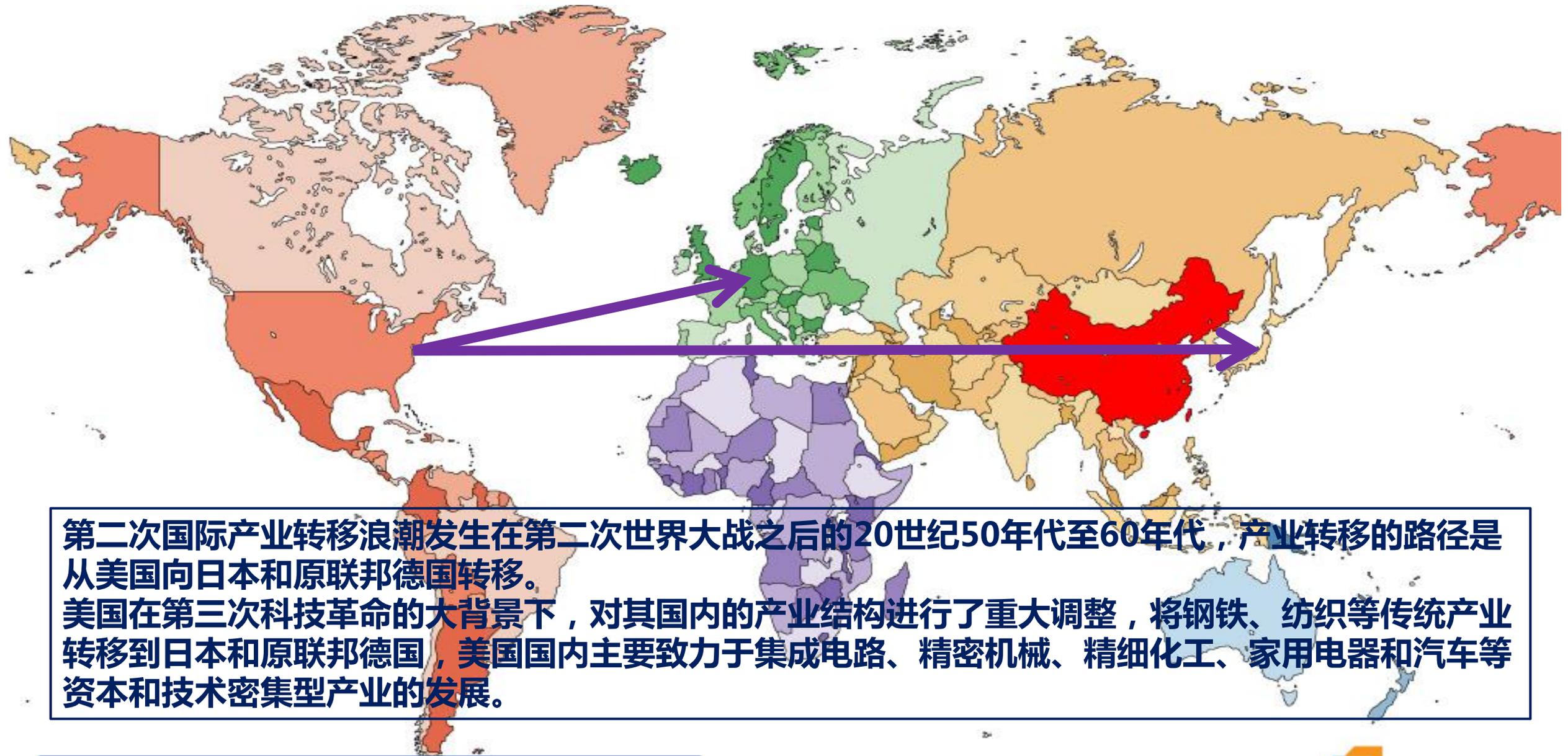
## 六次产业革命：

- 第一次：纺织技术—纺织产业—解决“穿”的问题（工业革命源于英国）；
- 第二次：钢铁技术—钢铁及其制造业—解决劳动条件问题（源于美国）；
- 第三次：石油化工技术—开始能源与新材料产业—解决效益与节约问题；
- 第四次：汽车技术—改变人的生活的汽车产业—解决“行”的问题；
- 第五次：IT技术—以IT为中心的信息产业—解决“社会”联系与信息资源问题；
- 第六次：生物技术—核心是解决生命体延续的问题。



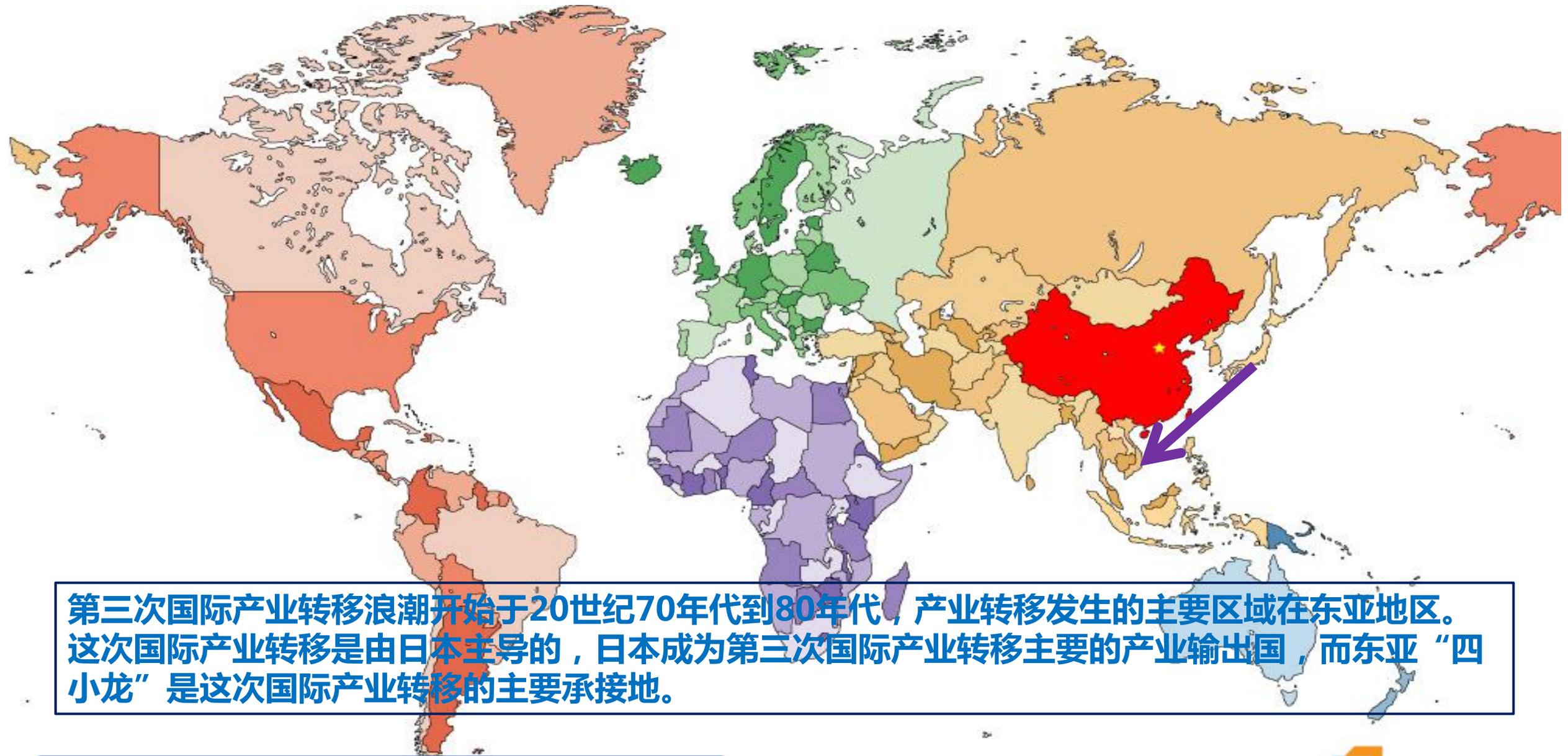
第一次浪潮发生在第一次科技革命后期的18世纪末19世纪上半叶，产业转移的路径是从英国向欧洲大陆和美国转移。

## 国际产业转移的第一次浪潮



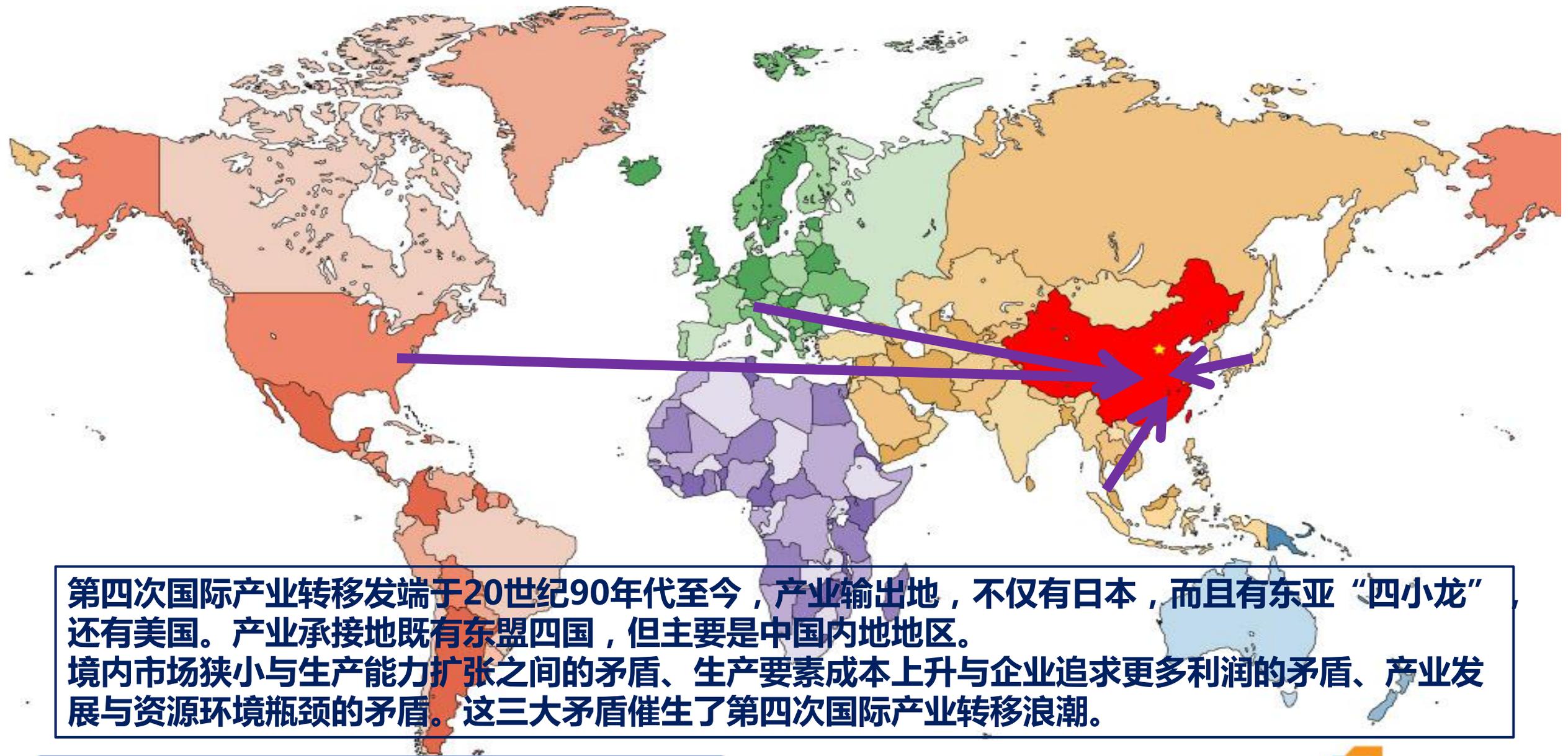
第二次国际产业转移浪潮发生在第二次世界大战之后的20世纪50年代至60年代，产业转移的路径是从美国向日本和原联邦德国转移。美国在第三次科技革命的大背景下，对其国内的产业结构进行了重大调整，将钢铁、纺织等传统产业转移到日本和原联邦德国，美国国内主要致力于集成电路、精密机械、精细化工、家用电器和汽车等资本和技术密集型产业的发展。

## 国际产业转移的第二次浪潮



第三次国际产业转移浪潮开始于20世纪70年代到80年代，产业转移发生的主要区域在东亚地区。这次国际产业转移是由日本主导的，日本成为第三次国际产业转移主要的产业输出国，而东亚“四小龙”是这次国际产业转移的主要承接地。

## 国际产业转移的第三次浪潮

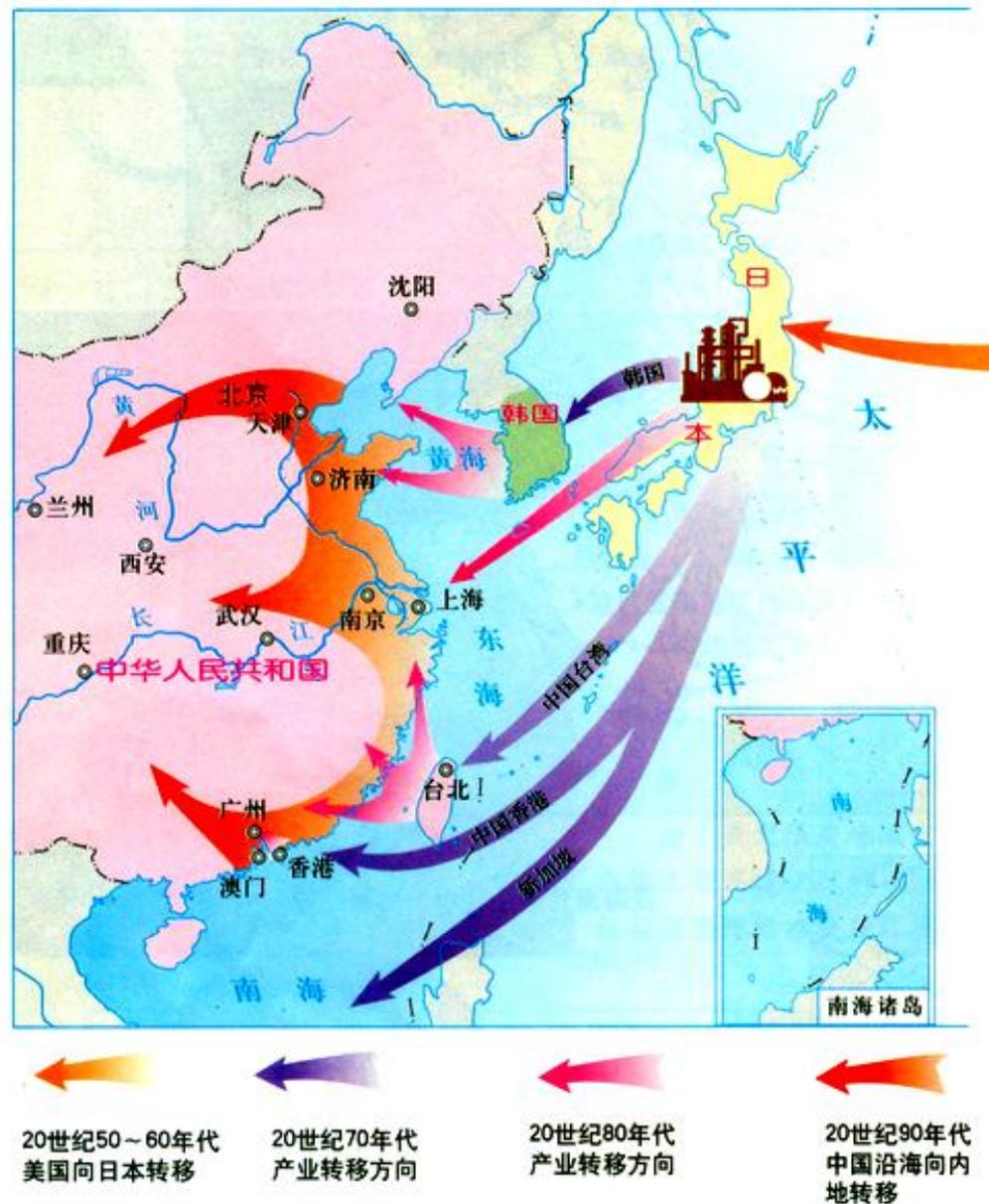


第四次国际产业转移发端于20世纪90年代至今，产业输出地，不仅有日本，而且有东亚“四小龙”还有美国。产业承接地既有东盟四国，但主要是中国内地地区。境内市场狭小与生产能力扩张之间的矛盾、生产要素成本上升与企业追求更多利润的矛盾、产业发展与资源环境瓶颈的矛盾。这三大矛盾催生了第四次国际产业转移浪潮。

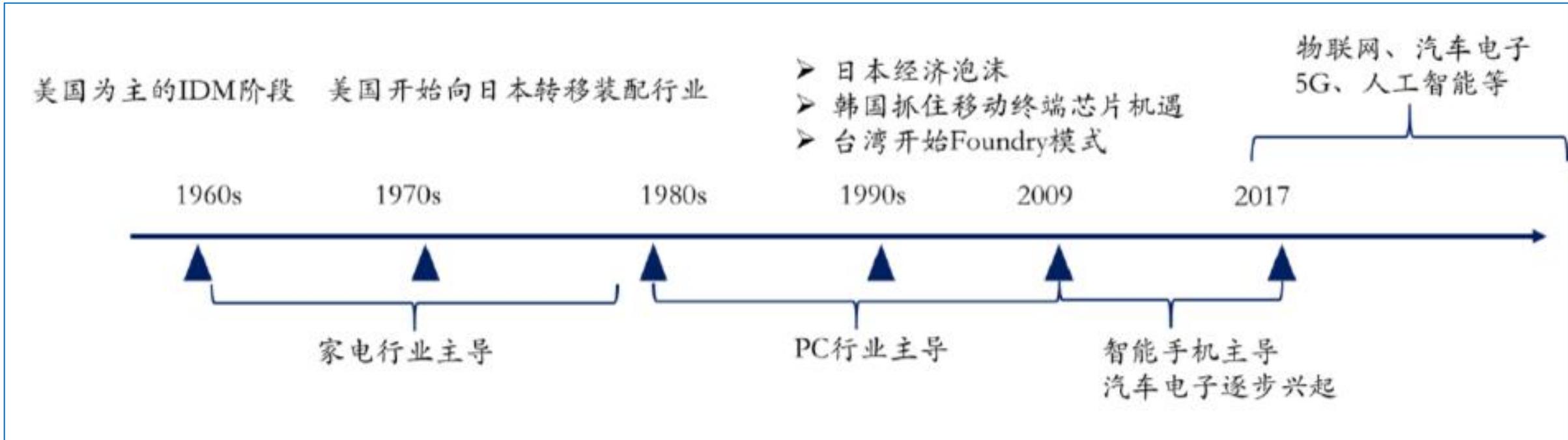
## 国际产业转移的第四次浪潮

# 影响产业转移的因素

- 1、生产资料（劳动力、土地、原材料）
- 2、交易成本（关税等）
- 3、市场空间（消费者）
- 4、其他因素  
（国际形势、国家政策、环保等）



# 中国迎来第三次半导体产业转移机遇



**第一次产业转移（美国到日本）：**美国的装配产业向日本转移，日本通过技术创新与家电行业结合，稳固了日本家电行业地位，并在80年代抓住PC产业的兴起，凭借在家电领域的积累，快速实现DRAM的量产。

**第二次产业转移（日本到韩国、台湾）：**得益于90年代日本的经济泡沫。日本难以持续支持DRAM技术升级和晶圆厂建设的资金需求，此时韩国把握机会，在大财团的资金支持下坚持对DRAM的投入，确立PC端龙头地位，并抓住手机市场，最后确立了市场中的芯片霸主地位。

而台湾则利用IDM分离为Fabless和Foundry时，着力发展Foundry。由此产生了半导体的第二次转移，即美、日向韩国和台湾转移。

# 中西方的核心产业的对比

美国等西方发达国家的五大核心产业：

能源、先进制造（汽车、电子产品）、信息通信、航空航天、医药等

中国的核心产业：以“衣食住行”为中心

房地产、金融服务业、中低端制造、食品饮料、高铁等

# 合肥中欧班列通道示意图



# 安徽合肥在一带一路的重要性凸显



- 2018年上半年，在拓展“一带一路”沿线国家经贸合作上，与沿线国家进出口额达38.6亿美元，同比增长2.9%，其中出口27.78亿美元，占进出口总额的72%。
- 加大对外投资。有46家企业在“一带一路”沿线柬埔寨、印尼、泰国等28个国家投资了72个项目，累计总投资6.87亿美元。
- 推进重大项目。重点对外承包工程项目11个，新签合同额4.7亿美元，占全市对外经济合作新签合同总额的78%。
- 共有44家境外世界500强企业在肥投资设立62家法人公司。如世界500强德国大众在合肥投资成立“江淮大众汽车有限公司”，投资总额7.66亿美元；世界500强美国康宁在肥投资成立第三家公司——“康宁汽车玻璃系统(合肥)有限公司”，投资总额4.37亿美元。
- 在出口方面，机电产品、高新技术产品均大幅增长。包括对美国、欧盟、日本等传统市场出口增长，对墨西哥、荷兰、澳大利亚、德国等国出口激增。在进口方面，合肥市上半年增长幅度高达44.3%，其中，长鑫存储器晶圆、京东方10.5代线等项目设备进口合计进口19.92亿美元。

# 小结

- ◎ **大势是全球化形成的国际产业链分工之势不会改变，改变的只是产业链的布局变化，这就要看哪个国家能顺应形势、在现有秩序规则下提升自我，谋求产业链中的优势地位或恰当的地位。**
- ◎ **贸易摩擦是利益的调整，提升自我才能在利益谈判中谋得先声。只有那些意志坚强、善于游泳的人才能在骇浪中前行。**
- ◎ **世界经济格局的调整、地缘政治的变化、产业结构的重构都会使世界充满不确定性。**
- ◎ **在泡沫中狂欢的日子不多了，做好潮水退却后的准备是每个国家、每个人都要面对的现实。**

——吴晓灵 《做好泡沫破灭的准备》

# 我国把国民经济分为三大产业



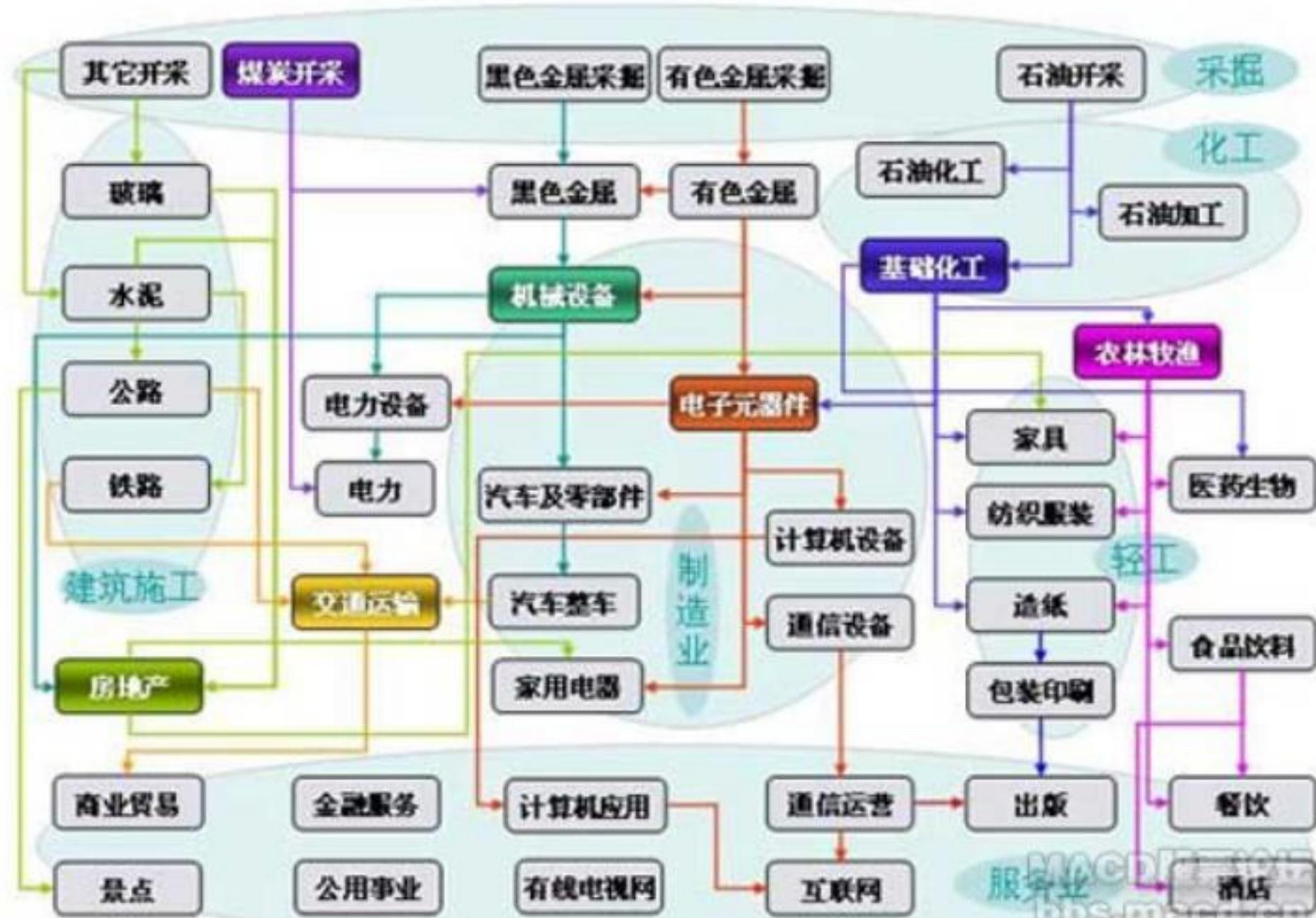
**农业**：主要指生产食材以及其它一些生物材料的产业，包括种植业、林业、畜牧业、水产养殖业等直接以自然物为生产对象的产业。



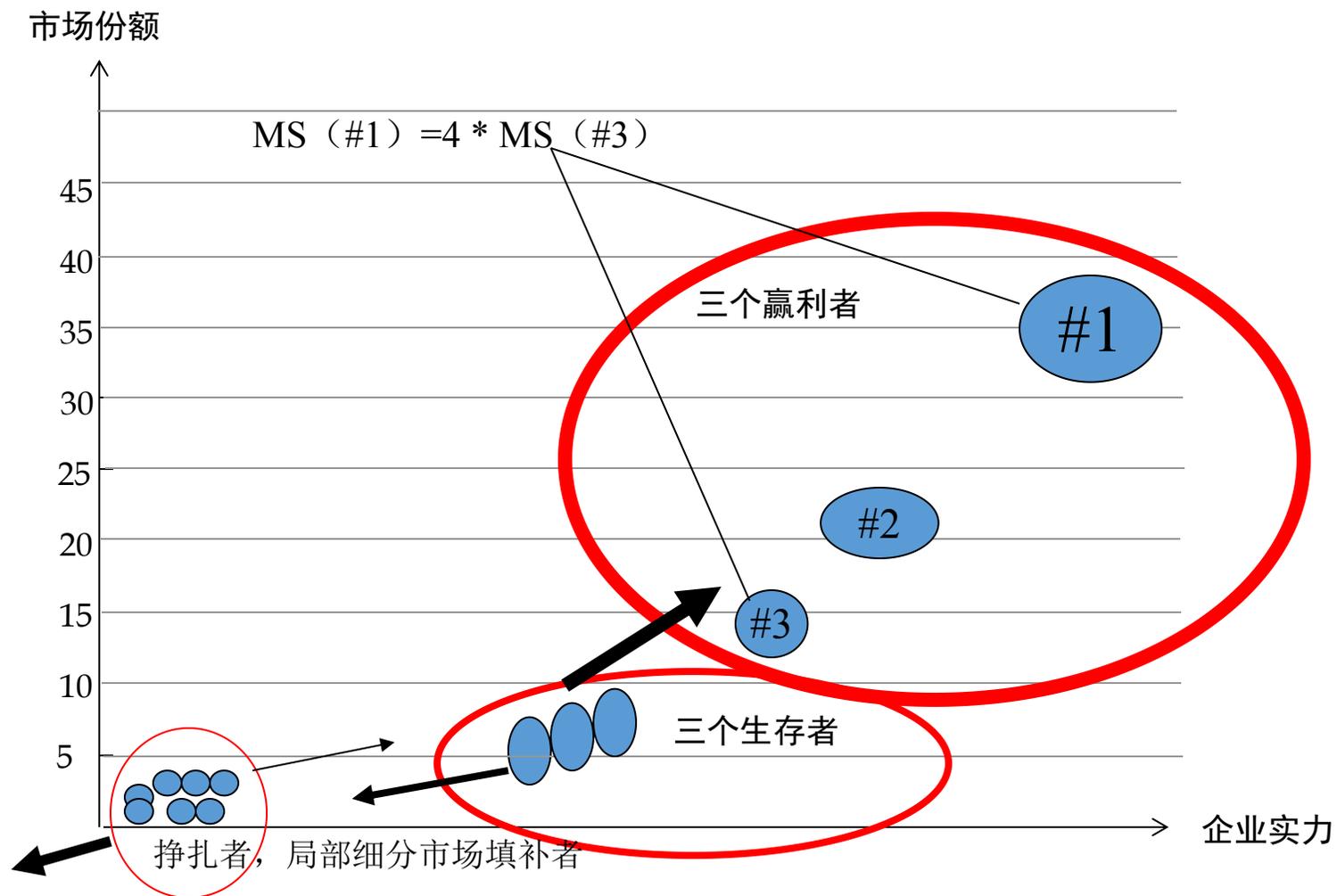
**工业**：主要指加工制造产业，利用自然界和第一产业提供的基本材料进行加工处理。主要包括制造业、采掘业、建筑业和公共工程、水电油气、医药制造等。



**服务业**：范围比较广泛，主要包括交通运输业、通讯产业、商业、餐饮业、金融业、教育产业、公共服务等非物质生产部门。



# 按“三四规则”，力争成为细分龙头



# 三四规则矩阵

由波士顿咨询集团（BCG）提出的模型，分析成熟市场中企业的竞争地位。

在一个稳定的竞争市场中，参与市场竞争的参与者一般分为三类：

优胜者一般是指市场占有率在15%以上，可以对市场变化产生重大影响的企业，如在价格、产量等方面；

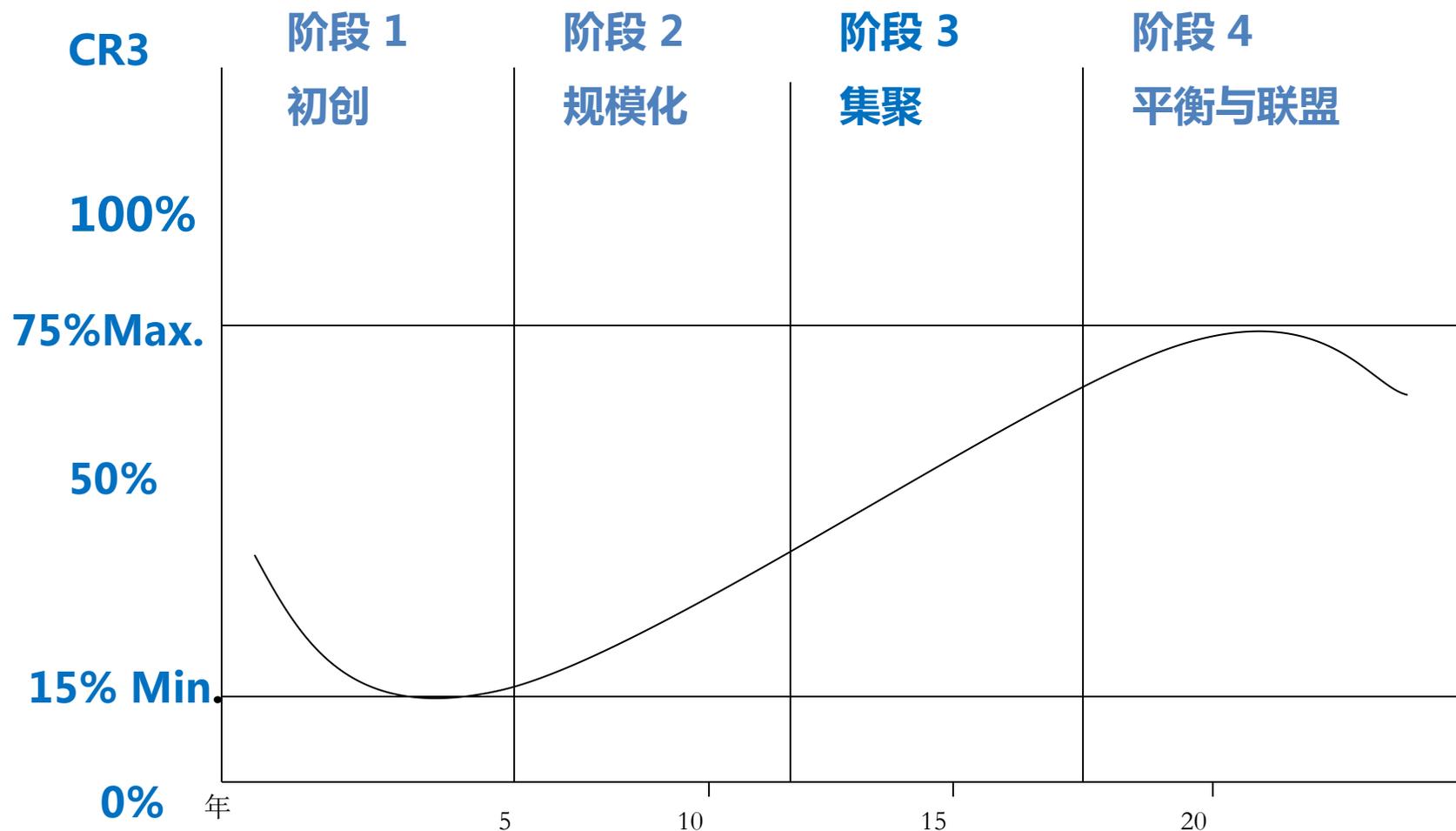
参与者一般是指市场占有率介于5%~15%之间的企业，虽然不能产生重大的影响，但是市场竞争的有效参与者；

生存者一般是局部细分市场填补者，市场份额都非常低，通常小于5%。

在有影响力的领先者之中，企业的数量绝对不会超过三个，而在这三个企业之中，最有实力的竞争者的市场份额又不会超过最小者的四倍。

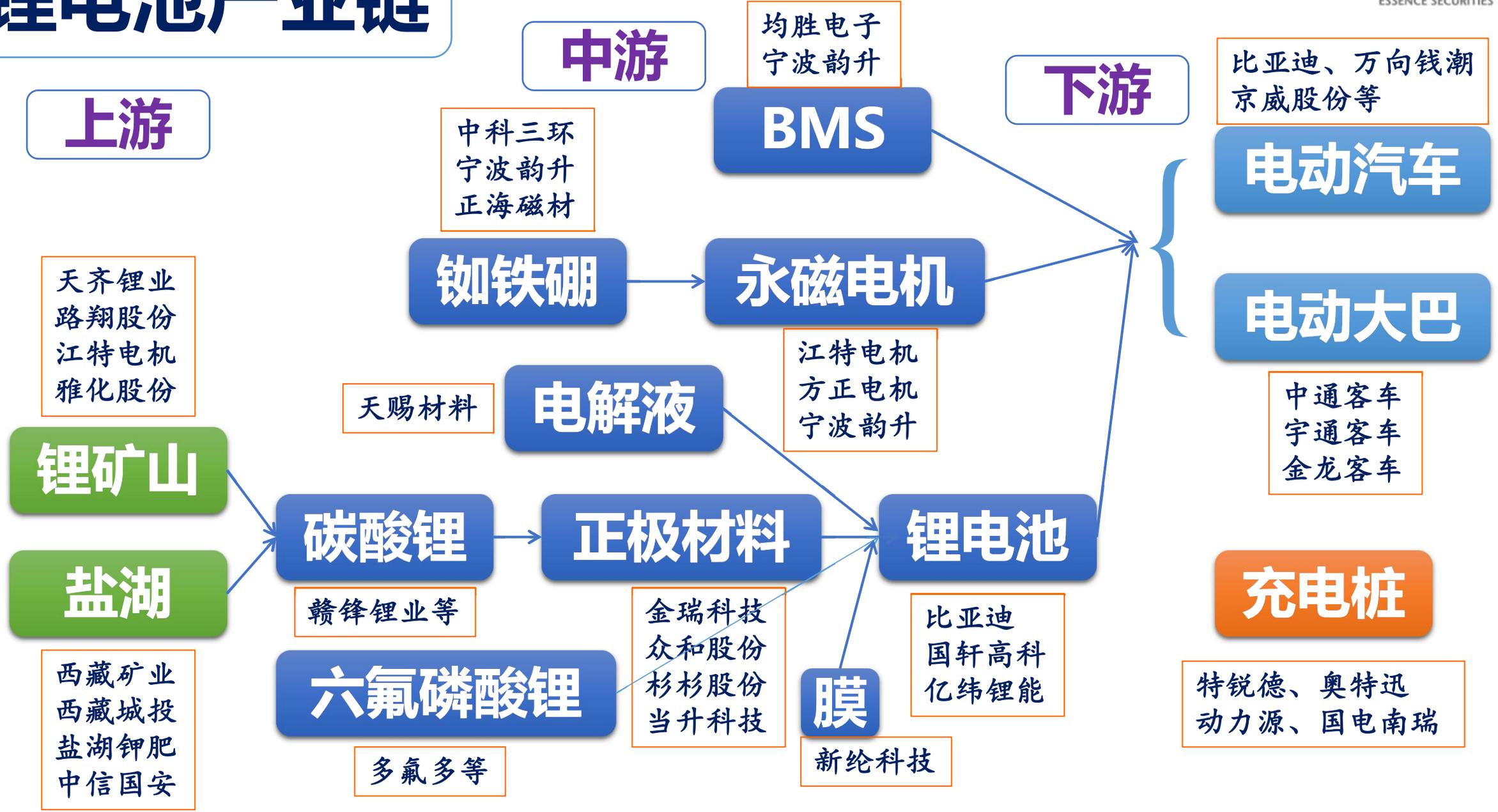
“三四规则”只是从经验中得出的一种假设，它并没有经过严格的证明。

# 行业分析中的“三四规则”（续）



CR3 : 最大的三家公司的市场占有率之和

# 锂电池产业链



# 国内OLED产业链上市公司

上游

3D盖板玻璃

欧菲光、蓝思科技  
安彩高科、合力泰  
凯盛科技、华映科技  
星星科技、南玻A

OLED材料

万润股份、强力新材

玻璃加工

维宏股份  
昊志机电  
华工科技  
大族激光

IC驱动

中颖电子

被动元件

风华高科

中游

面板模组

京东方、深天马  
维信诺/国显光电

下游

- 手机显示
- OLED TV
- VR
- 穿戴设备
- 平板
- 电脑
- 车载显示
- 照明领域
- 其他领域

## 规划期

### 网络规划设计

国脉科技、杰赛科技

### 5G技术标准

中兴通讯

无线

基站天线

华为、通宇通讯、东山精密

射频器件

大富科技、武汉凡谷、春兴精工、京信通信、通宇通讯

光模块

光迅科技、中际装备、新易盛、通宇通讯、博创科技、天孚通信

有线

SDN/NFV

中兴通讯、紫光股份/新华三、星网锐捷、烽火通讯

光纤光缆

长飞光纤光缆、亨通光电、中天科技、烽火通讯

## 主建设期

基站设备

中兴通讯  
邦讯技术  
日海通讯  
烽火通讯  
超讯通信  
京信通信

光通讯设备

# 前期5G产业链上市公司

# 国产芯片产业链上市公司

上游

芯片设计

紫光国芯、国民技术、景嘉微、全志科技、艾派克、大唐电信、欧比特、北京君正、汇顶科技、士兰微、盈方微、上海贝岭、中颖电子、兆易创新、三安光电、圣邦股份、国科微、中科创达、科大国创、中科曙光

中游

晶圆制造

制造设备

北方华创、晶盛机电、长川科技、至纯科技、联得装备

材料类

隆基股份、上海新阳、强力新材、南大光电、康强电子、菲利华、有研新材、飞凯材料、江丰电子、阿石创、岱勒新材、扬杰科技

封装测试

长电科技、通富微电、华天科技、晶方科技、太极实业、精测电子

# 手机出卖后的 利润价值分配

58.5%  
苹果公司利润

4.7%  
韩国获得利润

3.5%  
非中国劳动力

5.3%  
未确定利润

2.4%  
美国  
(非苹果公司)

1.8%  
中国劳动力

1.1%  
欧盟获得利润

0.5%  
日本获得利润

0.5%  
中国台湾获得利润

核心技术去美化  
将成为趋势

# 经济全球化和国家主权（战略产业）的关系

◎ **全球化的演绎路径：经济全球化~政治全球化~文化全球化**

如日本、韩国、新加坡等国在产业转移过程中，用主权换取的发展权与产业被转移权。

◎ **战略产业：涉及国家根本竞争力、国家安全、战略目标实现，影响国家政治地位的产业。**

◎ **战略产业发展的主导权是国家主权，是国家竞争力的主要支撑。**

如美国的强权地位，是得益于先进制造业基础上的军工产业和无可匹敌的金融业和信息业。

# 国际投行的行业分类

根据行业本质的不同，分为实业类行业与金融或主权类行业，称为一级分类。  
实业类与金融类行业又可以进一步细分为二级分类、三级分类。

实业类行业		金融与主权类行业
<ul style="list-style-type: none"> <li>石油与天然气</li> <li>公用事业</li> <li>房地产</li> <li>信息技术</li> <li>交通运输</li> <li>航空与国防</li> <li>汽车与供应商</li> <li>制造</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>化工</li> <li>健康与医药</li> <li>金融与采矿</li> <li>建筑施工</li> <li>零售与休闲</li> <li>消费者商品</li> <li>媒体与通信</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>银行</li> <li>保险</li> <li>基金</li> <li>政府/主权类</li> </ul>
		四月你说

二级分类	石油与天然气	金属与采矿
三级分类	<ul style="list-style-type: none"> <li>多种业务大型石油公司</li> <li>国有石油天然气公司</li> <li>独立石油开采公司</li> <li>石油天然气服务公司</li> <li>石油贸易商</li> <li>冶炼与分销类公司</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>煤</li> <li>多种基础金属</li> <li>铝</li> <li>铜</li> <li>锌</li> <li>金属与钢铁贸易商</li> <li>稀有金属</li> <li>钢铁</li> </ul>
		四月你说

# 中兴事件的启示



## 中兴通讯（000063）

### 经营逐步恢复，治理长期改善，轻装上阵备战 5G

#### 事件：

公司发布 2018 年中报，报告期内公司实现营收 394.34 亿元，同比下滑 27%，归母净利润-78.24 亿元，同比下滑 441.24%，扣非净利润下滑 222%。同时公司预告前三季度归母净利润-68 至-78 亿元，同比下滑 274%-300%，三季度单季实现盈利 0.24-10.24 亿元，同比下滑 36%-99%。

#### 我们点评如下：

**18H1 公司业绩受 10 亿美元罚款影响大幅转亏，同时生产也受到 3 个月左右影响，扣非后净利润-23.8 亿元，同比仍然转亏。**

18 年 4 月 17 日公司被美国 BIS 激活禁令，5 月 9 日主要经营活动无法进行，直至 7 月 13 日 BIS 正式解除禁令。公司缴纳 10 亿美元罚款计入营业外支出（67.29 亿人民币），导致整体净利润大幅转亏。同时公司自 5 月 9 日基本停止正常经营，直至 7 月下旬经营逐步恢复，因此上半年公司整体营收受较大影响，其中运营商网络收入 235.1 亿元，同比减少 27.3%，毛利率 41.2%，同比下滑 0.6 个百分点；消费者业务收入 114.9 亿元，同比减少 35.8%，毛利率 8.4%，同比减少 6.8 个百分点；政企业务收入 44.3 亿元，同比增长 17.7%，毛利率 28.6%，同比减少 6.5%。

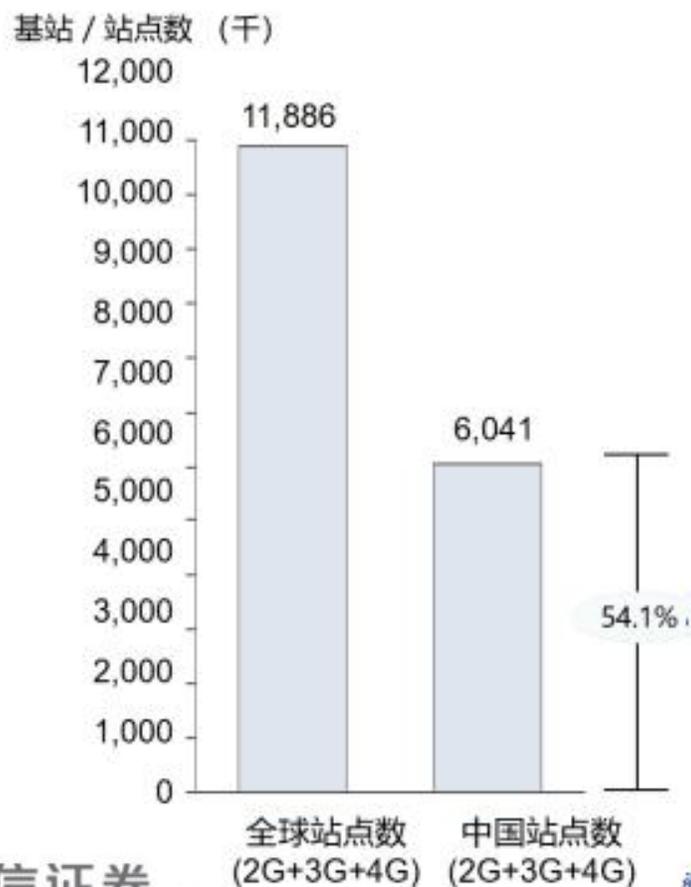
短期看，公司经营快速恢复，三季度预计恢复盈利，管理层调整基本完成，治理长期改善，下半年各业务条线有望逐步向好。

美方要求 7 月 8 日前更换公司和中兴康讯全部董事会成员及高级副总裁及以上高层领导，并引入向 BIS 汇报的特别合规协调员。公司目前管理层调整基本完成，新任董事会及高管已经到位，公司正常经营逐步恢复，公司治理的合规性审慎性有望长期改善。下半年公司仍将以研发为导向，聚焦 5G，推进 5G 网络设备、手机终端的研发、客户测试和认证，同时坚持“合作伙伴优先，共建云网生态”的政企业务战略，各业务条线有望逐步向好，公司预计三季度单季盈利 0.24-10.24 亿元，环比实现扭亏。

中长期看，公司是全球主设备商龙头之一，能够提供 5G 端到端解决方案。研发投入资本化比例提升，显示公司 5G 等研发顺利，逐步进入可商用阶段。工信部、发改委要求确保 5G 在 2020 年商用，公司有望长期受益。

## 过去五年，中国4G网络超常规发展，信息产业获利丰厚

- 中国在2013~2017年，投入超过7000亿（CAPEX/收入超过20%），建设了全球最大的移动网络，拥有全球最多移动用户（10.1亿）和最多宽带用户（3.24亿），打造一批全球领先的移动互联网服务商（腾讯、阿里市值居中国公司市值前二，分列全球互联网公司第三和第五）。



### 2017中国公司市值500强行业分布

行业	入国家数	总市值 (亿人民币)	市值王 (贡献比)
信息技术	35	106947	腾讯控股 (28.92%)
银行	28	105764	工商银行 (19.24%)
非银金融	57	69381	中国平安 (17.49%)
房地产	47	45572	万科 (7.27%)
石油石化	11	30431	中国石油 (46.49%)
电信通信	17	29863	中国移动 (45.7%)

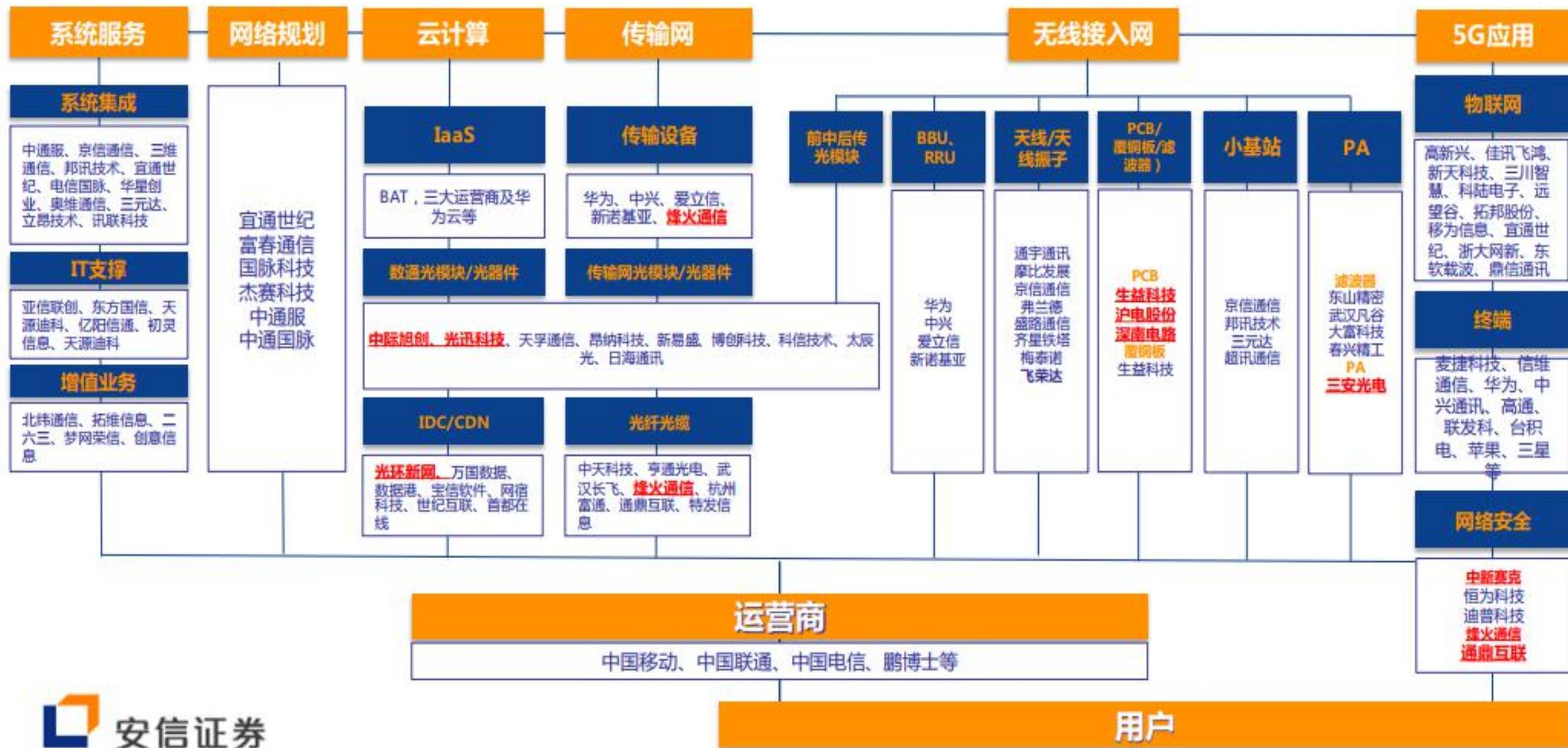
# 过去五年，中国突破5G核心技术，反超全球

华为超越爱立信，  
成为全球设备商No.1

中国超越美国，  
主导5G技术与专利

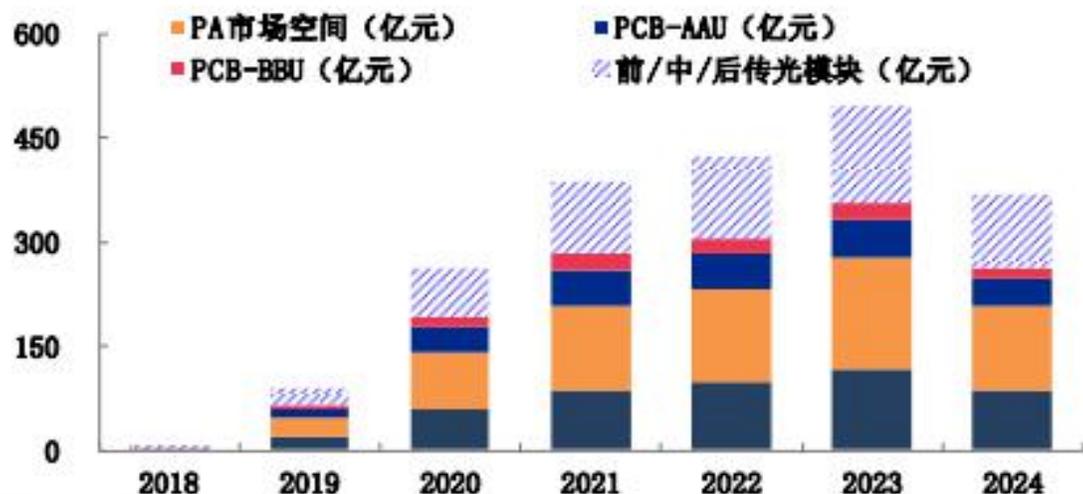


# 5G产业链全图



# 5G产业的市场空间测算

	5G基站数量 (万站)	滤波器 (亿元)	PA市场空间 (亿元)	PCB-AAU (亿元)	PCB-BBU (亿元)	前/中/后传光模块 (亿元)	承载网光传输设备 (亿元)
2018	1	0.96	1.35	0.69	0.29	1.17	9.96
2019	20	19.2	27	13.03	5.49	23.31	199.13
2020	60	57.6	81	37.54	16.46	69.92	448.18
2021	90	86.4	121.5	50.68	22.22	104.88	466.11
2022	100	96	135	50.68	22.22	116.53	478.06
2023	120	115.2	162	54.74	23.99	139.83	490.02
2024	90	86.4	121.5	36.95	16.20	104.88	421.29
<b>总和</b>	<b>481</b>	<b>461.76</b>	<b>649.35</b>	<b>244.31</b>	<b>106.86</b>	<b>560.50</b>	<b>2512.75</b>



## 移动通信核心标的：

- ◆主设备：中兴通讯
- ◆天线：飞荣达
- ◆PCB：沪电股份、深南电路
- ◆CCL：生益科技
- ◆滤波器：东山精密
- ◆功放：三安光电

## 光通信核心标的：

- ◆主设备：烽火通信
- ◆光模块：中际旭创、光迅科技
- ◆光纤光缆：亨通光电

# 狭义的自主可控（网络安全）

网络空间已成为国家继陆、海、空、天四个疆域之后的第五疆域，与其他疆域一样，网络空间也需体现国家主权。

自主可控是保障网络安全、信息安全的前提。

可控性是指对信息和信息系统实施安全监控管理。

自主可控技术就是依靠自身研发设计，全面掌握产品核心技术，实现信息系统从硬件到软件的自主研发、生产、升级、维护的全程可控。

简单地说就是核心技术、关键零部件、各类软件全都国产化，自己开发、自己制造，不受制于人。

# 自主可控（网安）产业链



# 广义的自主可控（战略产业）

北斗导航

航天航空/国防军工

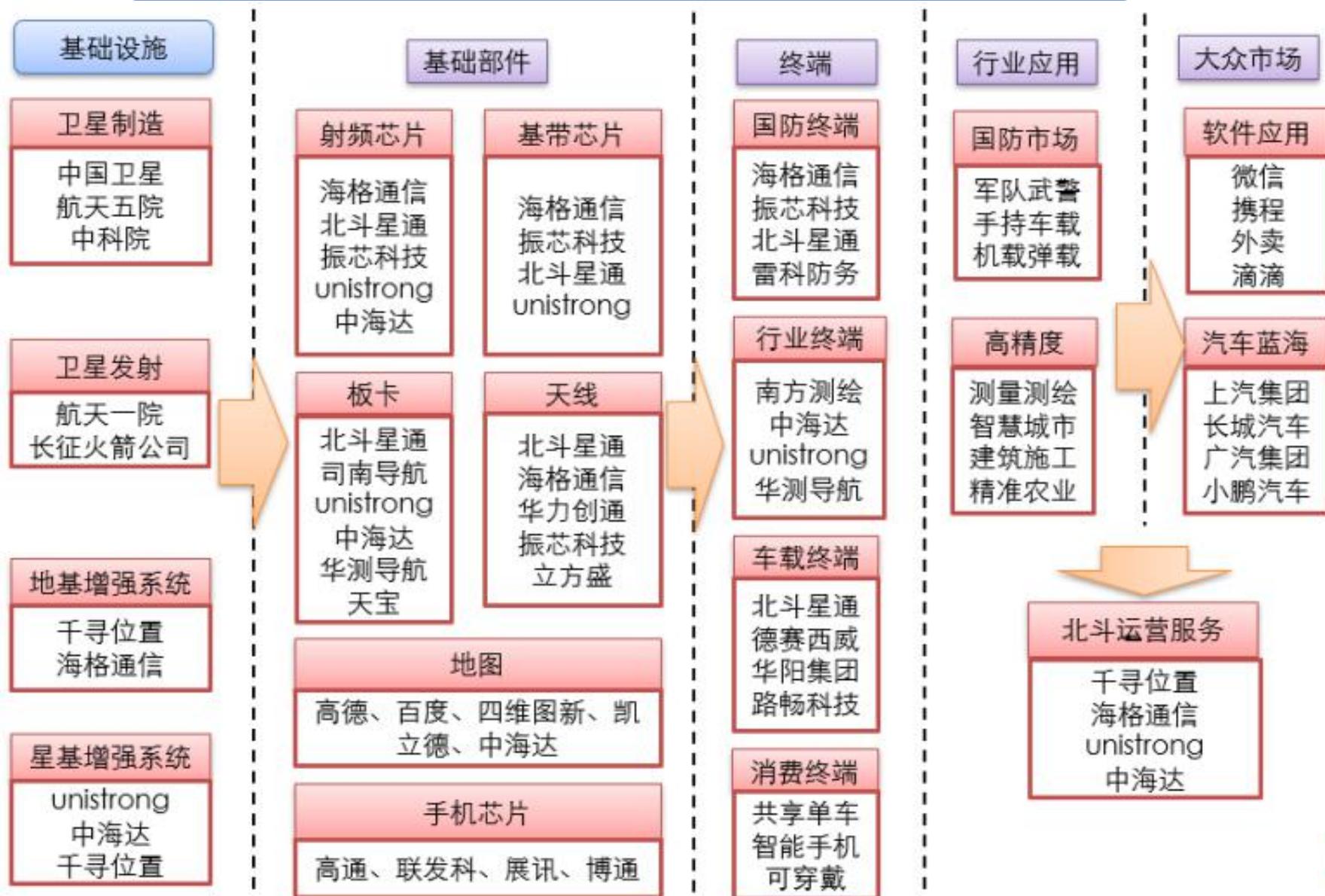
大飞机/航母/高铁

国产芯片/国产软件/国产装备

大数据/云计算

5G

# 北斗导航应用产业链



# 提纲

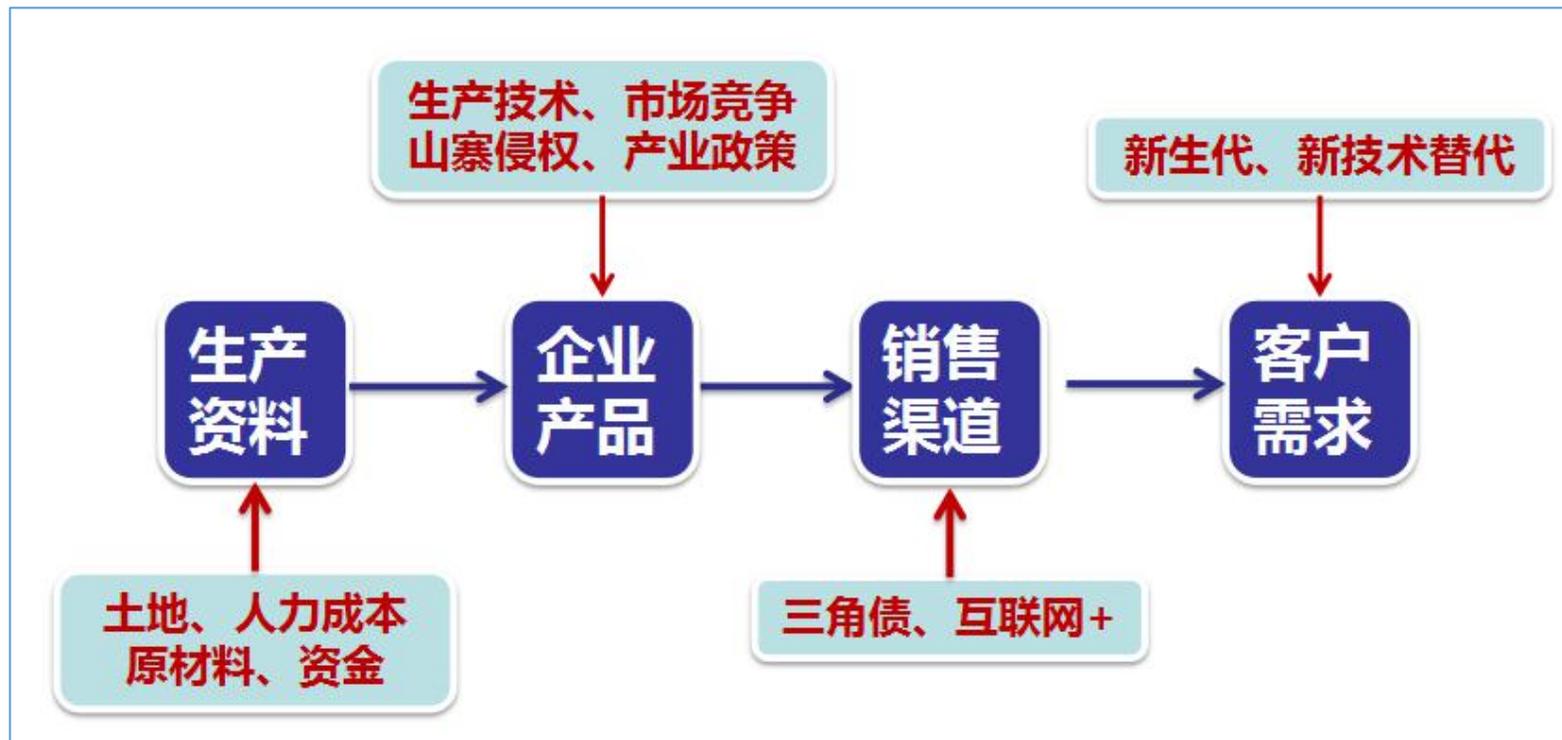
- ◎ 因势而动：涛动周期、三期叠加
- ◎ 危中有机：资产负债率、多元化陷阱
- ◎ 金生水起：产业链拓展、金融共生

# 生态维持：食物链中每一种生物相互依存



生态理论延伸  
从自然生态圈  
到社会生态圈

# 旧有生态圈的被破坏



## 社会生态受三大冲击

- 1、产能过剩
- 2、互联网应用
- 3、新技术革命

## 互联网破坏旧生态

- 1、跨界
- 2、免费
- 3、羊毛出在猪身上

# 金融共生：大变局下的资源优化配置

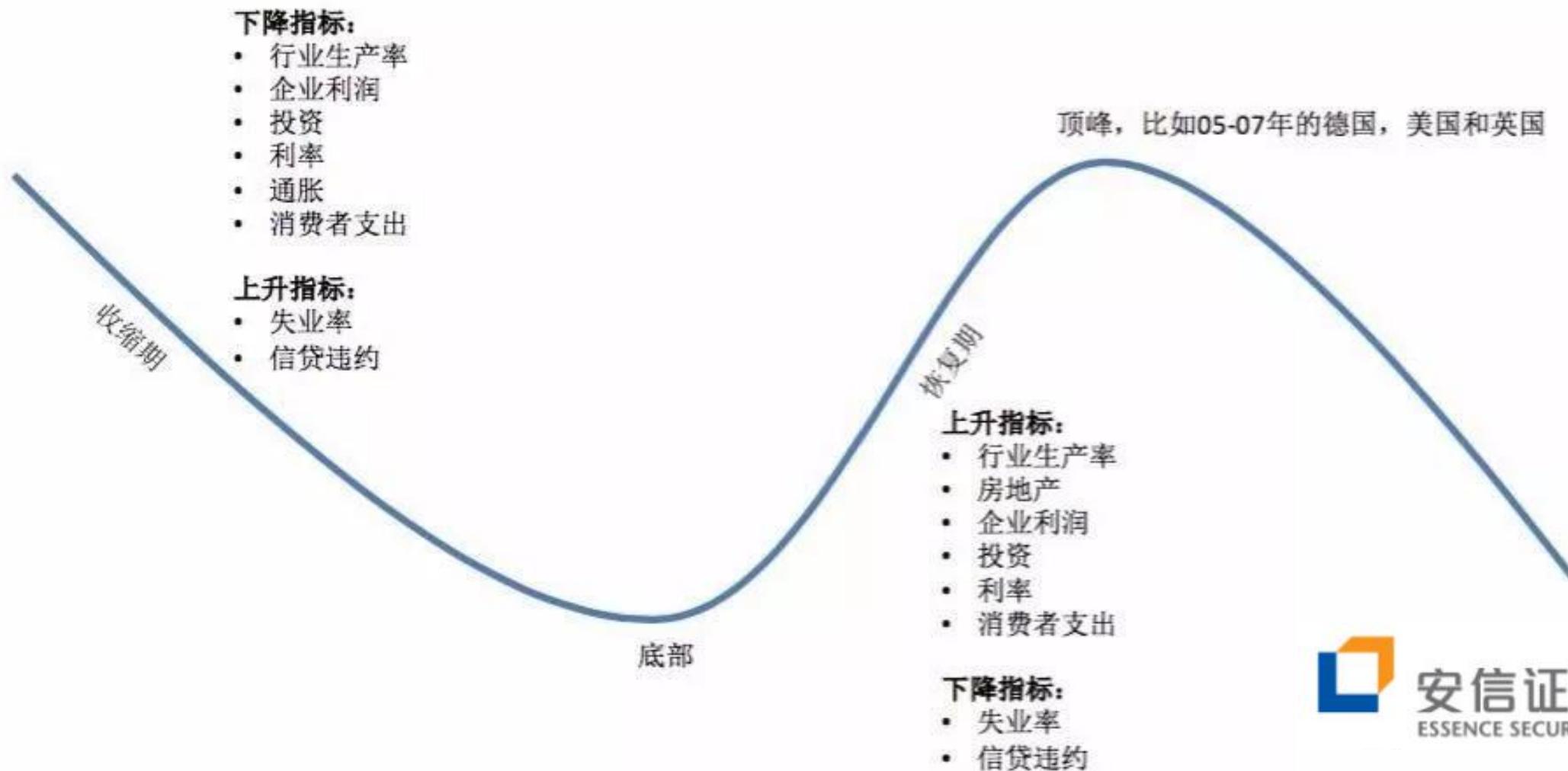
- 1、商业领袖发挥先锋作用~龙头企业
- 2、整合和配置资源的能力~产业链整合
- 3、市场认同、渐成趋势~形成风口



# 资金投向=信贷周期，进而影响行业周期

增长阶段：通常表现为低利率，贷款条件灵活自由；

收缩阶段：上升的利率，贷款条件严苛。



# 近期金融开放的具体措施

- 1、发布了债券通办法、允许境外信用评级机构在银行间市场开展信用评级业务、将RQFII额度扩大至5000亿人民币、完善人民币跨境贸易和跨境资金流动性、明确外商投资支付机构准入政策、QFII投资境内证券等。
- 2、银保监会、证监会等出台具体细则，如放开外资保险经纪公司经营范围、放宽外资银行市场准入、发布外商投资证券公司和基金公司等参股设立经营机构办法、放开外资银行开展部分业务等。
- 3、一行两会明确了H股全流通、存托凭证、独角兽等试点方案。
- 4、A股入摩（MSCI）和入富（富时罗素）指数体系

# 《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018年版)》

- 国家发改委、商务部发布，自7月28日起施行。新版负面清单由原来的63条减至48条，推出了一系列重大开放措施，在更多领域试点取消或放宽外资准入限制。
- 如汽车产业方面，取消专用车、新能源汽车外资股比限制，根据新政策，特斯拉在上海建立独资工厂的计划有望实现。
- 农业领域取消小麦、玉米之外农作物种子生产的外资限制，有利于国内种业公司充分利用外资先进技术。
- 在金融领域，取消银行业外资股比限制，将证券公司、基金管理公司、期货公司、寿险公司的外资股比放宽至51%，2021年取消金融领域所有外资股比限制。
- 发布《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018年版)》，在农业、采矿、文化和增值电信领域，试点更大力度开放，并于2018年7月30日起施行。

图 3：今年以来，国资“抄底”，民企实控人发生变化

上市公司	代码	标的公司	股权受让方	受让方背景
天沃科技	002564.SZ	天沃科技	上海电气集团	上海市国资委
三聚环保	300072.SZ	海淀科技（三聚环保实控人）	海淀区国有资产投资经营有限公司	海淀区国资委
金一文化	002721.SZ	碧空龙翔（金一文化股东）	海淀科技金融资本控股集团股份有限公司	海淀区国资委
腾信股份	300392.SZ	腾信股份	青岛浩基资产管理有限公司	青岛市崂山区财政局
国旅联合	600358.SH	国旅联合	江西省旅游集团有限责任公司	江西国资委
万业企业	600641.SH	万业企业	股权转让给国家集成电路产业投资基金股份有限公司，上海浦东科技投资有限公司被动成为实控人	上海市国有资产管理办公室、浦东新区国资委
康盛股份	002418.SZ	康盛股份	某国有企业	某国有企业
红宇新材	300345.SZ	红宇新材	华融国信	舆情战略研究中心（中央和国家机关所属事业单位）
江中药业	600750.SH	江中药业	华润医药控股	实控人由江西省国资委变为国务院国资委
宜安科技	300328.SZ	宜安科技	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	株洲市国资委
中青旅	600138.SH	中青旅集团（中青旅控股股东）	中国光大集团股份公司	国务院
嘉事堂	002462.SZ	中国青年实业发展总公司（嘉事堂控股股东）	中国光大集团股份公司	国务院
大富科技	300134.SZ	大富科技	郑州航空港兴港投资集团有限公司	国务院

资料来源：Wind，天风证券研究所

# 安徽上市公司优势明显

企业简称	营业收入
铜陵有色（国企）	824.30亿元（全国67位）
海螺水泥（国企）	753.11亿元
马钢股份（国企）	732.28亿元
江淮汽车（国企）	492.03亿元
安徽水利（国企）	354.57亿元

图五：上市皖企2017年度净利润排行榜

企业简称	净利润
海螺水泥（国企）	158.55亿元（全国32位）
马钢股份（国企）	41.29亿元
山鹰纸业	20.15亿元
三七互娱	16.21亿元
新光圆成	13.58亿元



**建议从产业链的角度，对传统产业和战略性新兴产业中的上市企业进行资源优配。包括资本投入、人力资源、便利政策等。**

安徽104家上市公司中，有60家为制造业企业，占比57.69%。

- 1、汽车产业：江淮汽车、安凯客车、华菱星马、众泰汽车；
- 2、金属加工：铜陵有色、马钢股份为代表；
- 3、白酒行业：古井贡酒、金种子酒、迎驾贡酒、口子窖。
- 4、新兴产业：科大讯飞、科大国创、科大智能；  
合锻智能、四创电子、美亚光电、安科生物等。

# 从金融支持体系的角度

- 1、高科技风险投资由政府主导：涉及到新兴产业、高科技创业领域，属于高资本投入、回收期长，建议应该由政府主导风险投资基金进行主要投入。如台湾为扶持电子高科技行业，成立了一家国营金融控股公司“中华开发金控”。
- 2、不同产业对口不同的商业银行予以支持：如白酒涉及城乡地区的商贸，可以由城商行对口进行资金业务。四大国有可以对标行业龙头。
- 3、券商等金融机构应减少企业的跨界并购，而注重对区域内的产业整合。
- 4、利用安徽人力成本和土地成本低的优势，吸引外部投资，特别是一带一路国家的对安徽投资。

# 稻盛和夫：萧条是成长的机会



稻盛和夫  
创建了京瓷、第二电信

- 1、积极开朗的态度突破萧条，克服萧条也有助于企业的再次成长，使企业的结构变得强固而坚韧。
- 2、高收益是预防萧条的最佳策略：高收益是一种“抵抗力”，能使企业在萧条的形势中站稳脚跟，没有10%的销售利润率，就算不上真正的经营。
- 3、形成高收益企业体质应对危局：企业通过高收益获得的利润作为企业内部留存不断积累，即使经济不景气，企业陷入萧条，在相当长的时间内，不雇员工，不向银行借款，企业照样可以挺下去。
4. 应对萧条的五项措施：当萧条已经发生了，企业应该从全员营销、全力开发新产品、彻底削减成本、保持高生产率、构建良好的人际关系这五个方面进行应对。

# 总结

- ◎ **因势而动**：涛动周期、三期叠加
- ◎ **危中有机**：资产负债率、多元化陷阱
- ◎ **金生水起**：产业链拓展、金融共生



免责声明：本报告吸取并采纳安信证券及其他券商的相关报告编制而成，本报告内容不保证完整与准确。投资顾问观点仅属于个人观点，分析结论仅供参考，所涉及品种均不构成实际投资操作建议。股市有风险，投资需谨慎。投资者买者自负。