

降本增效的驱动力

市场回顾与展望

中国股市在经历了连续多月的上涨后，这个月出现回调。9 月上证综合指数下跌 0.35%，恒生中国企业指数下跌 3.41%。

8 月份中国经济继续稳步增长。8 月生产者价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，高于 7 月份的 5.5%。消费者价格指数（CPI）同比上涨 1.8%，较前月提高 0.4 个百分点。8 月官方制造业采购经理人指数（PMI）从 7 月份的 51.4 上涨至 51.7，官方非制造业 PMI 从 7 月的 54.5 下滑至 53.4，两者均仍远高于 50 的荣枯线。8 月份铁路货运量同比增长 13.1%，达到 3.16 亿吨，连续第 13 个月上涨。

9 月份中国发布了重点鼓励企业家精神的指导方针。方针强调，政府将保护企业的合法权益，确保公平竞争，加强知识产权保护。这表明中国将继续保持对创业的有利环境，推动国家创新型发展。

央行于 9 月的最后一天发布了定向降准政策，这是自 2016 年 2 月以来的首次。这一政策是为了鼓励商业银行对小微企业、初创企业和农业生产企业的信贷支持。定向降准将会在一定程度上抵消严格的环保措施和去产能政策对小型企业的负面影响。不过该政策将由 2018 年起生效，也表明央行将继续维持审慎的流动性环境的决心。

长期投资观点

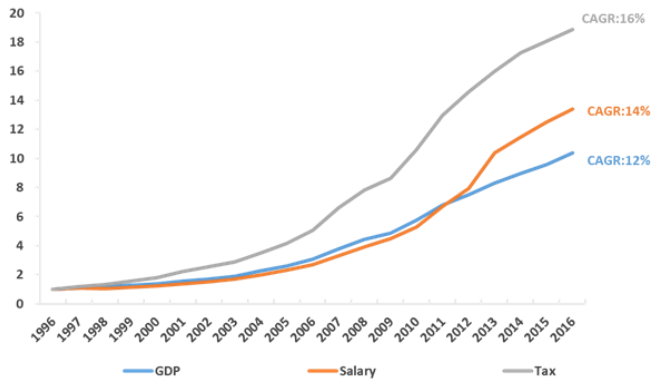
在上个季度的报告中，我们讨论了在流动性增长放缓的情况下中国经济如何继续增长，我们指出提高资本使用效率比流动性绝对量本身更重要。在本文中，我们将从成本的角度，探讨可能降低中国未来经济增长成本的潜在机会。

潜在的成本节约分为三个方面。首先，中国在过去的二十年中，企业负担的各种税费的增长速度甚至比劳动力成本的上升还要快，所以保持谨慎的货币政策的同时，我们在扩张财政政策方面还有很大的空间来减轻企业负担；二是在企业盈利层面，金融领域的利润比例正在下降，表明利润分配正从金融领域转向实体经济，这是一个很好的现象；第三，在提高效率和经济结构调整后，占国内生产总值 18% 的物流成本有降低的可能。

降税减费

过去 20 年，政府财政收入每年增长 16.6%，自 1996 以来，财政收入的最大贡献——税收飙升了 19 倍。这些增长远远高于名义 GDP 及工资的增长（图 1）。得益于此，中央政府已经积累了大量收入来维持强劲的资产负债表，PPP 的发起也同时有助于降低政府的资金需求。考虑到中国维持紧缩的货币政策的意愿，那么可以更灵活的使用财政政策。我们认为中国政府有意愿，也有能力实施宽松的财政政策。

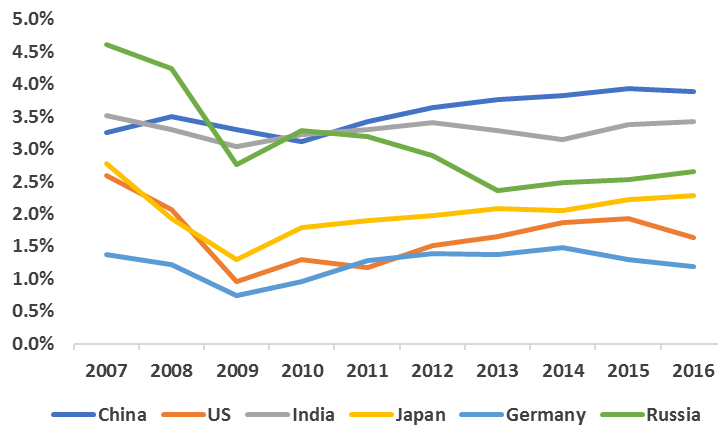
Chart 1: Compound Annual Growth Rate Comparison



来源：彬元资本

从全球范围看，中国企业的税务负担较高。通过比较如图 2 所示的税收/GDP 的比率可以看到，中国要远高于像美国这样的发达国家，这意味着中国的减税空间比美国要大得多。

图 2：税收/GDP



来源：彬元资本

我们看到，中国政府已经开始着手降低税负，比如五年前推出的营改增改革已经帮助企业累计节省了 1.7 万亿人民币。我们期待看到更多类似的政策出现，从而使中央政府的收入重新返还给企业。

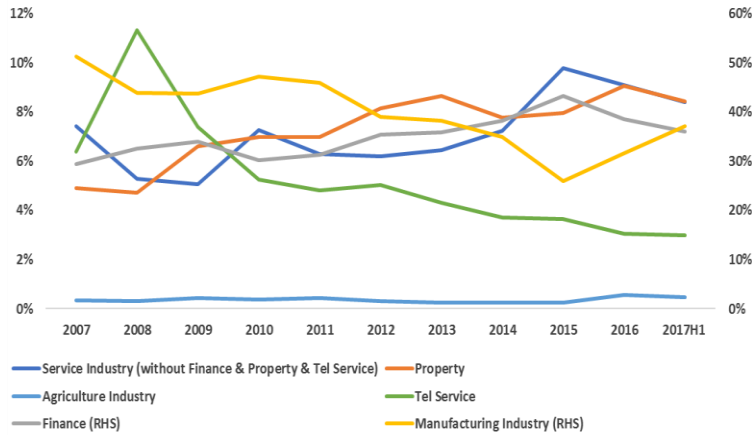
利润的来源更多从金融企业转向实体经济

当资本在金融系统内空转时，体系里本身会产生更多的利润。而随着资本逐渐转向实体经济，利润分配也随之改善。非金融部门利润的增长速度快于金融部门的利润增长速度，表明经济结构正往好的方向转变（图 3）。

行业整合实际上也有助于去杠杆。整合后行业的整体融资需求可能会下降，因为大企业通常融资成本比较低，而且他们一般资产负债表和现金流都更健康，不会长期进行不合理的投资。中国的债券收益率也可能在未

来较长的时间里处于下行趋势，同时，债券市场对国际投资者开放也有助于降低债券收益率。所以整体而言，企业的融资成本有机会得到改善。

图 3：各行业上市公司利润率



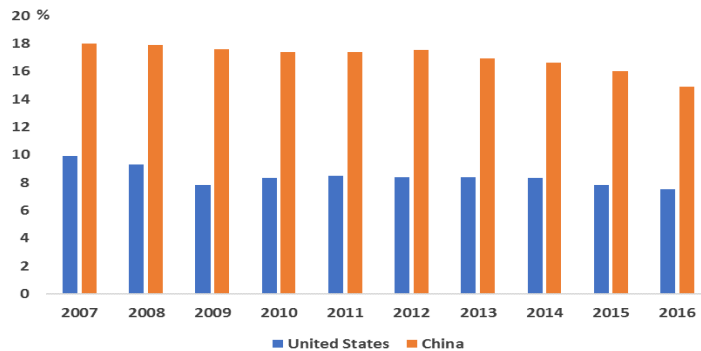
来源：彬元资本

结构及运营效率的提升有助于降低物流成本

中国的物流成本占 GDP 的比重高的惊人，达到 15%，远高于美国（图 4）。这背后有多层次的原因。在产品结构方面，物流成本占比较高的制造业占国内生产总值的很大一部分。我们认为，随着服务业占比和高附加值制造业比例的提升，未来物流成本占 GDP 的比重将会呈下降趋势。另外在运营效率方面，市场分散和信息化程度低导致了我国物流业的效率低下。渠道层级过于繁琐，再加上下游客户分散导致的对物流要求的差异化也增加了整合的难度。

整个中国物流体系的效率有待提高，许多公司在为之努力。菜鸟（阿里巴巴集团旗下）正在建立一个平台，通过这个平台提高信息化水平，将剩余的物流产能与需求整合在一起。顺丰和京东也在建设仓储及其他物流设施以给客户提供更优质的服务。可以提供一站式解决方案的专业第三方物流公司预计将抢占市场份额，同时，自动化设备和系统提供商也将从中获益。另外，虽然目前公路货运仍然是我国主要的货运方式，但它有可能逐步被成本更低的铁路运输所替代。

图 4：物流成本/GDP



来源：彬元资本

小结

税负、财务费用和物流费用这三个主要成本，有机会逐步下降以推动中国经济的增长。几乎所有的行业都能受益于此，而某些行业将成为直接的受益者。追求和提高效率的管理良好的公司将是我们的投资重点。

另一方面，由于更严格的环保和去产能政策的实施，原材料成本可能面临上行压力，从而对中下游制造业的毛利产生负面影响。我们将关注那些具有较强议价能力，或者可以通过规模经济来消化成本压力的公司。



➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

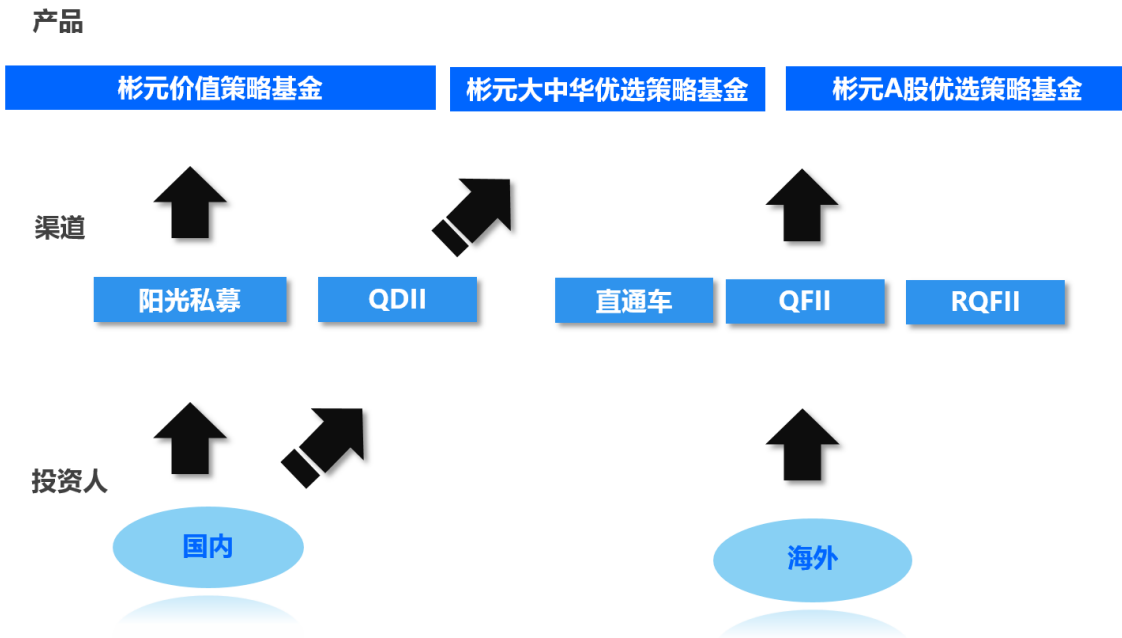
彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

【彬元资本】微信公众号：
binyuancapital



➤ 产品架构:



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: CR@binyuancapital.com