

聚焦生产力

2018年，中国股市经历了动荡的一年，金融市场去杠杆、中美贸易战以及对国内经济增长放缓的担忧给市场带来的负面影响延续了整年。在我们以往的季度报告和其他研究报告中已经对2018年的市场活动进行了充分的讨论，在本次年度报告和展望中，我们将关注更长期的问题和机遇。

在过去几年中，中国一直在从低端制造业向高端制造业，从投资驱动型增长向消费和服务驱动型增长转型。我们认为，中国要保持全球竞争力并维持经济增长，持续的生产力提高是关键。当生产力提高时，企业的资本回报和家庭的可支配收入才能增加，从而促进消费和个人投资，并保证借贷的质量。长期稳定的技术投入，劳动力的竞争力水平的提高以及提升效率（包括资本配置）的改革，才能不断推动生产力的提升。我们将从三方面逐一讨论，即资本、技术和劳动力。

● 资本

回顾历史，从1998年到2012年，中国的生产力水平翻了3倍，平均每年增长10.5%。资本在这个过程中起到了很大的作用。为防止2008年金融危机对经济增长造成影响，中国政府启动“四万亿”的投资计划。于是，资本进一步涌入物流、地产和基建行业，使中国拥有了世界上最现代化的基础设施网络和设备。人口流动性与家庭生活水平都显著提高。

“四万亿”计划避免了中国经济在金融危机期间的硬着陆，但同时带来了一些副作用。大多数基建和制造项目都是政府担保的，诱人的回报率和较低的风险将一部分资金从民营实体经济的投资中吸走。金融机构（银行）也倾向于向拥有这些项目的国有企业（SOE）提供低息贷款，与之相反的，民营企业的流动性开始紧张，而这些企业其实更需要资本支持来持续发展。过去4年来，民企一直在苦苦挣扎，这种资本错配现象也影响了经济增长。

基建项目可观的风险收益和对房地产价格快速上涨的期望吸引了大量资本进入，与此同时，包括P2P在内的影子银行业蓬勃发展，导致金融体系面临越来越高的风险。自2016年以来，政府启动去杠杆，并试图将资金引导至民营企业。该举措取得了初步成果，地方政府和国有企业的债务水平得到了控制，影子银行相关的业务也开始萎缩。

截至2018年11月，银行体系内的存款总额仍高达177万亿，因此我们相信中国的系统性风险仍然可控，但从投资驱动型增长向技术和消费驱动型增长的转变并不会一蹴而就。2018年12月，政府顶层设计出台了更为具体的措施，以加快资本进一步流入民营企业。叠加减税政策，民企2019年第二季度有望开始逐步复苏。

2019年提高资本效率的方式应体现在如下三个方面：

1. 减少政府的行政支出，一定程度上增加财政赤字以减税；
2. 继续清理影子银行和金融体系的中间渠道；
3. 鼓励直接融资并利用资本市场作为资本配置的更有效工具。

● 技术

我国并不是技术原创型国家，但在技术应用创新方面处于领先地位。中国没有发明互联网，然而，互联网的使用却最为广泛，特别是在支付系统和社交媒体中。中国新专利申请量在 2017 年超过日本，排名全球第二，其中大部分是技术应用型专利。

最近中国与美国的纠纷不断升级，这不仅对两国间的贸易造成负面影响，也可能会减缓中国接下来的技术进步速度。不过从长远看，巨大的内需消费市场将支持技术应用的实施，中国的技术发展不会停止脚步。随着时间的推移，美国公司将找到一种在中国开展业务的新方式，因为如果他们不这样做，成本太高。届时一切将重回正常轨道。从长远来看中国一个明显的优势是，我们已经意识到向产业链上游研发的重要性，这将助力中国进入下一阶段的高质量增长并保持竞争力。

● 劳动力

中国劳动力的积累和教育水平在过去得到了很大的改善。拥有初中及以上文凭的员工占劳动力总数从 1995 年的 47% 上升到现在的 85%。越来越多拥有海外教育背景的人才选择回国发展，一批批过去在跨国公司工作的人也正转投本土企业的怀抱。

中国数量众多的受过良好教育的劳动力已经准备好适应人工智能和生物科技的新技术潮流。提高生产力需要出色且有能力的劳动力队伍，而如今中国正走在正确的方向上。我们希望中国政府对外国公司更加开放，这将有助于向中国引入全球视野和实践，并促使本土公司进行改革以提高竞争力。

我们的组合配置：

过去一年的贸易问题，即便一开始我们已经预计到了对市场会有不利影响，但还是超出了投资者的预期。

目前的局势仍不甚明朗，投资者正在等待美国要求的为期 90 天的贸易谈判结果以及第四季度的企业盈利数据和前景展望，市场可能还需要一个季度的时间来稳定信心。从好的方面来看，悲观的预期已经反映在市场的估值里，也给成熟的长期投资者提供了以低廉的价格购买优秀公司的绝佳机会。

在过去的几十年里，一些中国公司积累了丰富的技术 know-how、经验和资金。即使整个经济在短期内面临不利因素，一些必选消费行业和某些高端制造业领域的龙头公司仍将穿越周期，结构性机会将大放异彩。我们的团队正致力于寻找、评估和择机买入那些能够创造高 ROE 的强竞争力公司，他们将待市场稳定后在未来三到五年内实现可持续的增长和现金流。

我们预计未来三年的两大主要投资方向是消费升级和先进制造业：

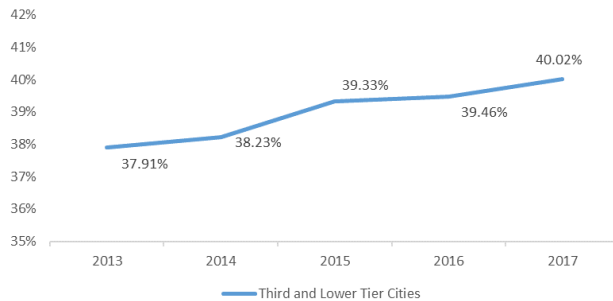
1. 消费升级

中国拥有 14 亿人口，有着极大的发展和消费需求差异，城市和农村、东部沿海和西部内陆地区、年轻人和老年人，消费习惯各不相同。一二线城市的消费者已经发展成类似于发达国家追求精神消费的层次，而在一些低线城市，人们的消费需要仍然处于基本阶段。同时，由于人口老龄化和高储蓄率，老年人群体将表现出更强的购买力。

低线城市的消费升级

消费数据和我们的观察结果都表明，低线城市的消费增长速度高于高线城市。三线及以下城市零售额的贡献从 2013 年的 37.9% 上升至 2017 年的 40.0%。（图 1）。

Chart 1: Retail Sales Contributed by Lower Tier Cities



来源：彬元资本，万得

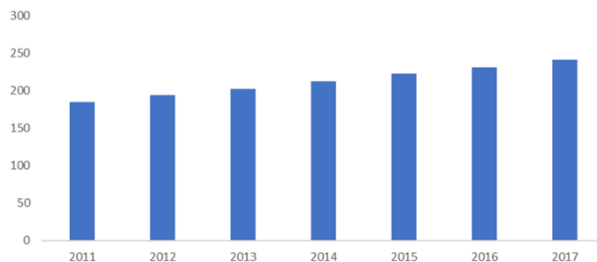
低线城市的消费品机会包括非日常消费品渗透率的提高，必需品消费量的增加和品牌意识的提升等。

- **调味品：**中国人对酱油的需求总体稳定，但消费者已经开始追求更高质量的产品。蚝油和其他调味料的渗透率正在稳步上升。此外，酱油的 CR3（前三大品牌的市场占有率）仅为 22%，可以预期由品牌知名度提升所带动的行业整合。
- **家用卫生纸：**目前，中国人均家庭卫生纸消费量仅为日本和韩国等发达国家的 1/3。在很多农村地区，纸巾的渗透率仍然很低。随着可支配收入的持续增长，龙头公司将受益于销售总量的增加和产品多元化带来的平均售价的提升。
- **家用电器：**该行业的机会更多地集中在小家电领域，其渗透率仍处于较低水平，产品也更加多样化。
- **低线城市的电子商务：**随着中国互联网和物流基础设施的快速发展，电子商务开始渗透到低线城市乃至农村。这些地区不断增长的消费需求和有限的线下供应渠道为电子商务平台的扩展提供了巨大的机会。

银发经济

婴儿潮一代（1955-1965）年纪渐长，寿命越来越长（图 2），导致中国 60 岁以上的人口数正在稳步增加。老年人通常有更多的储蓄和更少的债务。与此同时，他们有独特的消费需求，更容易生病。根据一家研究公司 IQVIA 的估计，中国在 2017 年成为全球第二大药品消费国，消费额超过 1226 亿美元。

Chart 2: Population of 60 Years Old and Above (in millions)



来源：彬元资本，万得

以下行业将在银发经济中受益：

- **家用医疗器械：**中国的家用医疗器械行业仍在发展的初期。发达国家的人均消费量比中国高出约 20 至 30 倍。随着人们特别是老年人对医疗保健认识的不断提高，预计家用医疗设备的增长率将高于其他子行业

国内公司通过推出高性价比产品，包括雾化器和睡眠呼吸机等，从 Philipps 和 OMRON 等全球领先企业手中抢夺市场份额。我们更倾向于投资拥有多元化产品线和完善销售渠道的公司。

- **零售药房：**中国药品零售总市场规模约为 2 万亿元，但院内销售占据了 80% 的市场份额，药店零售渠道仅占 20%。未来，随着医药分家政策的实施，零售药房的处方药销售将会增加。此外，由于劳动力和合规成本的上升，零售药房行业近年来一直在经历整合，这有利于行业龙头地位凸显。
- **保险 - 医疗保险：**与发达国家相比，中国商业医疗保险的普及率仍然很低。其市场规模从 2000 年的 65.5 亿人民币增加至 2017 年的 4,390 亿人民币，复合年增长率为 28%，随后几年可望继续增长。与消费险和万能险不同，消费者购买医疗保险的目标是追求长期保障。大型保险集团可以依托其强大的品牌背书和优质服务，从中受益。

精神消费

随着中产阶级的崛起，消费也正从传统的消费品转向娱乐和文化。

- **在线娱乐：**中国人越来越愿意为手机游戏、在线视频、音乐、电影等形式的内容付费。今天，当互联网可以随时随地访问时，人们的娱乐需求正在爆炸式增长。我们认为用户粘性强的 UGC（用户制作内容）平台将继续表现优异。
- **体育用品：**近年来，全球范围内出现了一种体育健身趋势，中国也不例外。与休闲服装相比，运动服更具功能性。与此同时，由于运动服和休闲服之间的界限变得模糊，穿着运动服亦成为一种生活方式，运动服正在从休闲服中抢占市场份额。我们相信运动服在中国还拥有有很大的发展潜力。

2. 先进制造业

作为世界工厂，中国的制造业过去是经济增长的引擎。虽然近年来中国开始更多地依赖国内消费，但制造业继续发挥重要作用，且正在向全球产业链上游移动。与往年一样，我们将利用我们在该领域的丰富经验，专注于先进制造业：

- **5G：**2018 年底，中国 5G 的低频带宽已经分配给三大网络运营商。除了目前 4G 网络中使用的 2.6GHz 外，3.5GHz 和 4.8GHz 是新的频段。中国将在明年开始投资 5G，特别是在支持新频段的基站建设上。光模块、天线、功率放大器和滤波器等新技术将应用于基站或终端。因此，相关公司特别是行业龙头将受益于 5G 的发展。
- **半导体：**由于贸易摩擦和中兴事件，集成电路（IC）产业发展计划已提升到国家战略层面。与此同时，本土公司更加开放，愿意使用中国半导体解决方案。
- **特高压（UHV）传输：**特高压直流输电将电力资源远距离输送到城市，特别是对电力需求较高的城市。超过 7 个特高压直流（UHVDC）输电项目将在 2018-2019 年获批，总投资约为 1500 亿元人民币。在特高压直流输电系统中，最重要的部件是换流阀，15% 的投资将投资于换流阀，这意味着市场规模将达到 225 亿元人民币。
- **智能终端：**如前所述，随着物联网的发展，万物趋于相互连通，智能终端的升级需求将急剧增加。当万物互联时，电动车、可穿戴设备，当然还有智能手机都是重要的终端。智能手机的光学原件升级明显，双摄像头的渗透率超过 25%，超出了预期，3D 感应技术的应用也日趋成熟。

市场回顾与展望

中国股市 12 月进一步下跌。上证综指 12 月份下跌 3.64%，而恒生中国企业指数下跌 4.68%。

12 月中国经济增长继续放缓。2018 年 11 月生产者价格指数（PPI）同比上涨 2.7%，低于 2018 年 10 月的 3.3%。11 月消费者物价指数（CPI）为 1.1%，低于 10 月的 2.5%。官方制造业采购经理人指数（PMI）主要受新订单拖累从 11 月的 50.0 降至 12 月的 49.4，跌破荣枯线。不过官方非制造业 PMI 从 11 月的 53.4 上升至 12 月的 53.8，主要归因于服务业的增长。11 月铁路货运量同比增长 14.0%至 3.51 亿吨。

个人所得税减免已于 2019 年 1 月 1 日正式生效。现在可以从应税收入中扣除子女教育、继续教育、大病医疗、首套房贷款利息、住房租金和赡养老人的支出。对于一个抚养 3 岁以上子女、赡养 60 岁以上父母并承担首套住房贷款的典型中国纳税人，按 20%的税率计算，每年可享受减税 9,600 元。减税方案增加纳税人的可支配收入立竿见影，促进消费和经济发展。

➤ 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。

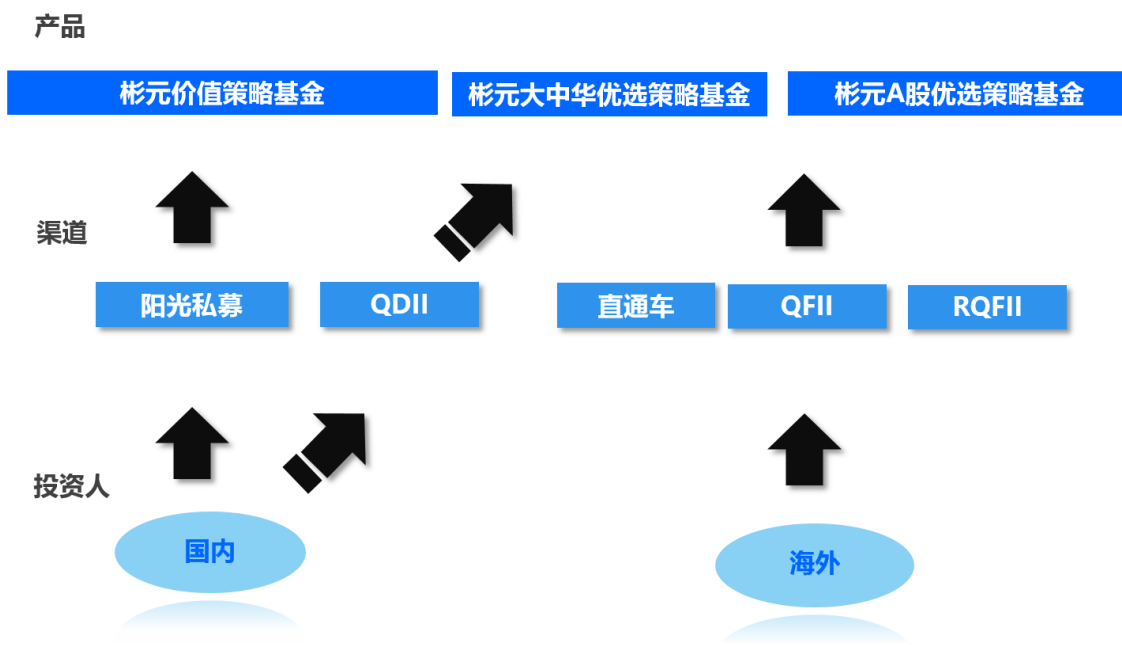
彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

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