

大市導航

分紅增厚，國企帶頭 —— 從神華分紅說起

核心結論：①海外市場與A股歷史均證實高股息策略長期有效，05-15年滬深300高股息組合年化收益27.2%，超越指數7.5百分點。②A股份紅派息低於海外，11-15年上證股息率均值2.3%，主要市場均值2.8%，其中國企分紅金額占比82.1%。③股利稅是未來分紅製度改革突破口。

海內外經驗看，分紅很重要。A股份紅派息明顯低於海外市場，2010-2015年上證綜指股息率均值僅2.30%，派息率35%左右，均顯著低於全球主要市場。美國與香港市場均顯示長期看高股息率股票投資收益率更高，按同樣的辦法將滬深300指數股息率前20%和後20%的股票作為對比組合，在考慮股利再投資的情況下2005-2015年間高股息率組合（前20%）年化收益率25.92%高於低股息率組合（後20%）的16.32%。是什麼造成兩者的差距？將滬深300兩類股息組合收益分解為股價收益率和股利再投資收益率，高股息組合與低股息組合在股價收益率上無顯著差異，但在股利再投資收益方面高股息組合明顯占優。與海外市場的研究結論一致，A股市場高股息策略長期有效。

A股誰在分紅，誰在買高股息股？國企是分紅主力，龍頭股派息率較高。2011-2015年國企上市公司分紅占全部A股份紅均值為82.08%，其中央企分紅占比65.54%，國企是A股份紅主力。從行業看週期性行業股息率更高，近五年前五大高股息行業包括銀行（4.08%）、採掘（2.78%）、交運（2.38%）、鋼鐵（2.20%）和化工（2.02%）。從個股看，近五年連續分紅且年均股息率超過5%的股票包括九陽股份、寧滬高速、工商銀行、福耀玻璃、農業銀行、中國銀行、偉星股份、建設銀行、大秦鐵路、雅戈爾、上汽集團、格力電器，同時可以看出行業龍頭股派息率更高。保險、銀行理財等絕對收益投資者壯大，高分紅股受青睞，從去年四季度開始，險資舉牌上市公司的案例越來越多，且傾向於舉牌低估值、高分紅、盈利能力強的價值股。

A股分紅製度展望及高股息策略。制度不斷規範中，A股份紅情況有所改善。過去十年A股分紅製度的建設完善主要側重於提高現金分紅比例及強化資訊披露。17年兩會期間國資委主任肖亞慶答記者時提出國有控股上市公司要建立完善分紅機制，要做切實的分紅方案，不斷提高各個資本投資者的回報。3月18日中國神華公告擬分紅逾590億元，折合股息率達18.17%，未來看上市公司特別是國企上市公司有望增加分紅率。股利稅改革是未來完善分紅製度的突破口。參考國外經驗，在機構投資者壯大之前，分紅製度的完善往往伴隨著稅制改革，如美國1936年《稅收法》中將企業未分配利潤稅率設定為7-27%，同時將公司所得稅降至8%，通過徵稅促使企業分紅。從完全分紅角度我們選取2017年滬深300高股息TOP10組合，相關公司如雙匯發展、宇通客車等。此外根據

國資委主任尚亞慶兩會期間發言，重視分紅，國企帶頭，盈利能力強，未分配利潤較多，現金充裕，先前有分紅經驗的央企派息可能性更高，相關企業如浙能電力、格力電器。

風險提示：政策改革不及預期，經濟超預期下行。

軟體：二季度比一季度好，推薦白馬龍頭

對於 4 月電腦行情，我們認為一季度較為平淡，二季度開始轉暖。而到了三季度，如果電腦板塊仍沒有起色，則是投資的最佳良機，因為四季度再看第二年估值則電腦板塊的估值優勢將非常明顯。整體來看，二季度會比一季度好，此時逢低佈局一些業績增長穩健、低估值龍頭白馬是較佳時機。

推薦白馬：從穩健收益角度考慮，估值底清晰，內生增長穩健的中大白馬是配路的重點。從 16 年底以來，電腦行業投資風格已有明顯切換，一是市場越發關注內生增長，二是偏好龍頭。從中長期看，電腦公司在經營效率提升的同時內質也在向好，這一點在一些細分領域的龍頭公司身上尤為明顯。配路那些符合國家政策方向、高景氣子行業的優質龍頭白馬是首選，如雲計算大資料、智慧安防、以及部分支付/消費金融行業公司。推薦東軟集團、新大陸、大華股份、海康威視、銀信科技、新北洋、通鼎互聯、廣聯達等。

支付/消費金融、人工智慧兩條主線佈局：支付行業政策不斷的同時，業內頻頻的資本運作也揭示了行業的景氣度，此外消費金融也在蓄勢待發。建議關注（漲幅少的靠前）：新大陸、二三四五、奧馬電器、康耐特、海立美達。人工智慧方面，基於雲計算和大資料的鋪墊，預計將是未來 3-5 年電腦的投資主線。一是看好人工智慧基礎設施 GPU，二是看好生物識別應用子方向，智慧安防、醫療、無人駕駛領域的應用。建議關注海康威視、科大訊飛、四維圖新、思創醫惠、佳都科技、遠方光電等。

風險提示：短期市場波動風險。

短期風險可控，轉機尚待觀察——宏橋沽空事件簡析

自 2017 年 3 月份被沽空機構質疑以來，中國宏橋接連遭遇股票停牌、國際評級下調、審計師暫停審計等負面事件。

事件將會如何演變？審計報告是解決危機的關鍵，可能的兩種演變路徑：一是安永結合商定程式結果重啟審計；二是安永與公司仍無法達成統一意見，公司或將更換審計師。我們預計第二種路徑可能性更高，若更換審計師，不利於恢復投資者信心，但有助於儘快發佈年報，對公司來說利大於弊。

如何看待存續債券？年內償債壓力不大，長期取決於市場信心。預計年內經營活動現金流和在手資金覆蓋到期債務的難度不大。不過宏橋融資主要依靠公開市場債券，佔有息負債達 63%，未來三年或將面臨償債高峰，若新發債券受限，未來兩年可能會面臨較大的償付壓力。

信用資質國進民退。2017 年以來新增的債券違約主體絕大部分為民企，一方面，供給側改革中上游行業的壟斷國企受益更明顯。另一方面，央行在金融市場加息導致債券利率大幅上升，國企轉向間接融資而受影響有限，而民企對直接融資依賴程度較高，借新還舊難度加大。

風險提示：技術性違約風險。

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。