

## 宏觀經濟

### 期待創新新篇章——中國證券業五年創新回顧與展望

2012-2016年證券業創新回顧：縱觀連續五年行業創新，創新思路與創新重點呈現連續化但差異化特徵，從傳統業務的升級、各類創新型業務的出現至金融互聯網業務的興起與發展，創新步伐呈螺旋式向前邁進。2012年和2014年是五年創新期間兩個關鍵時期：2012年創新思路全面拓展，管制放鬆、業務轉型；2014年新“國九條”推進券商創新逐步深入。

創新實踐促進行業積極快速發展。一是券商隊伍壯大、資本實力增強，盈利模式逐步升級：2016年末中國證券行業淨資本達到1.47萬億元，約是2012年的3倍；投資銀行業務、投資業務和資產管理業務占比明顯提升，服務實體經濟能力和投資管理能力顯著增強；創新類資本仲介業務快速成長，成為驅動行業盈利模式轉型升級的主要力量。二是投資銀行基礎功能基本確立：投資、融資功能不斷完善、託管和支付功能基本實現，五大功能有望進一步融合、促進證券公司創新發展。

創新舉措對A股相關行業及指數具有市場效應。創新五年期間，證券行業指數上漲幅度達85.88%，相對上證綜指具有55.85%超額收益。不同的創新政策具有不同程度的市場反應，主要受到創新性質、創新密度、創新的業績預期、市場環境等因素的影響。證券行業創新舉措對保險行業和互聯網金融行業的市場表現具有溢出效應，對保險行業的溢出效應強於互聯網金融行業。

行業未來創新趨勢。當前券商創新背景發生轉變：監管與風險控制已滲透至創新的每個環節，創新已納入必要的監管與風險控制之下，進入審慎創新狀態。未來行業創新方向：（1）基於國際對比視角，金融產品和交易方式有待豐富，尤其在場外衍生品市場和私募證券領域；（2）隨著資本市場雙向開放持續深化和“一帶一路”戰略穩步推進，國內證券公司將快速推進國際化進程；（3）進一步提升服務實體經濟能力，突出體現在提高上市公司品質、加快科技金融創新；（4）人工智慧+資料採擷+互聯網+電腦技術，將成為未來改變證券行業面貌的利器。

創新趨勢對A股相關行業的聯動效應與系統性機會。隨著金融業務的相互滲透與相互融合，市場金融概念板塊聯動效應增強；目前以券商為代表的非銀行金融概念板塊市值占滬深A股總市值比重已超過10.0%，相關上市公司數量超過150家。

未來券商創新不僅對A股證券行業帶來市場機會，且將可能對保險、信託、互聯網金融、參股金融、金控平臺、金融改革等相關金融概念板塊帶來聯動效應，進而給整個市場帶來系統性機會。

風險提示。證券行業創新力度不及預期，市場低迷減弱創新舉措的市場效益。

## 大市導航

### 保險：大風起兮雲飛揚——利率上行與價值轉型提升保險股盈利和估值

1、加息邏輯：利率上行能夠提升新配路資產的投資收益率，促使保險資金投資收益率企穩回升。保險公司負債成本具有滯後性，且在保監會嚴格監管且保險公司堅定推進價值轉型的大趨勢下，已經呈現出明確的下行趨勢。

投資收益率回升，加上負債成本下行，將必然提升保險公司利差益，從而有利於盈利提升。此外，利率上行將有助於 750 天移動平均國債收益率曲線的相對上升，從而提升傳統險準備金折現率假設，減少準備金計提，增加稅前利潤。

2、價值轉型邏輯：健康險等保障型業務迅速發展，能夠顯著提升新業務價值率，從而促進 EV 增長；同時能夠改善利潤結構，產生大量死差益——新增長點。

目前股價對應中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險 2017P/EV 分別僅 0.98、0.94、0.88 和 0.96 倍，均處於歷史低位元，全部推薦。

風險提示：權益市場下跌帶來業績與估值雙重下滑。

### 建築工程：財報總結之園林篇：PPP 對“三表”改善明顯，基本面加速向上

業績提速明顯，資產負債表和現金流量表也有改觀。園林板塊 2016 年營收同增 35.28%（提高 21.34pct），歸母淨利潤同增 92.28%（提高 109.9pct）業績加速，並購及 PPP 落地加速是主因。相比 2015 年，園林毛利率提高 0.37pct 至 27.10%，其原因是毛利率更高的生態環保、水環境治理等業務占比提升，並且 PPP 有助於提高施工利潤率；期間費用率下降 0.51pct 至 12.7%（其中銷售/管理/財務費用率分別為 1.13%/8.98%/2.59%，均有下降）、受“營改增”新政影響營業稅及附加占收入比重下降 0.51pct 至 2.75%，園林 2016 年淨利率大幅提高 3.47pct 至 11.22%，板塊資產減值損失由 1.72% 增加至 2.50%。

園林板塊現金流量表出現了明顯變化 2016 年園林板塊經營性現金流淨流出 6.00 億元，減少 71.96%，主要原因是目前處於從傳統模式向 PPP 過渡的階段，傳統模式專案回款逐步增加，同時 PPP 模式下經營現金流回款明顯較好；板塊投資性現金流淨流出 69.75 億元，增加 27.86%，與外延並購支付現金以及 PPP 專案公司投資有關，但整體上看是優化的。從資產負債表角度看，2016 年園林板塊有息負債規模達到 265.37 億元，同增 27.26%，降低 367pct；資產負債率 55.15%，降低 1.15pct。2017Q1 營收 57.77 億元，同增 43.96%；歸屬淨利潤為 0.63 億元由負轉正。

園林龍頭是 PPP 落地加速的率先受益者。2016 年東方園林營收 85.64 億元，同增 59.16%；歸母淨利潤 12.96 億元，同增 115.23%，主要受益於 PPP 落地加速（收入占比約 50%）、毛利率提升（水系

治理和生態修復占比提高至 47%) 以及業績並表 (申能固廢/中山環保/上海立源並表約 2.80 億元) ; 經營性現金淨流入同增 326%, 投資性現金流大幅淨流出, 2016 年“其他非流動資產”中 PPP 專案股權投資款淨增加 13.92 億元。鐵漢生態 2016 年營收增長 75%; 歸屬淨利潤增長 70.59%, 原因新簽合同同增 260%、星河園林和廣州環發合併報表貢獻約 1.26 億元及股權激勵費用沖回; 經營性現金淨流出同增 1003%, 回款相對滯後、投標保證金等經營流出較多是主要原因, 2017Q1 明顯改觀。從公司“長期應收款”中的 PPP 項目長期應收款 3.59 億元, 疊加披露的 PPP 項目回款 13330 萬元, 預計 2016 年公司 PPP 項目貢獻收入約 4.92 億元, 占總收入 10% 左右。

園林 PPP 新秀勢頭迅猛。文科園林 2016 年營收增長 45%, 歸母淨利潤同增 44%, 積極拓展生態治理、市政領域顯成效, 同時 2016 年以來公司已簽署框架協定或訂單金額累計超過 200 億元。蒙草生態 2016 年營收增長 61.76%, 歸母淨利潤增長 113.13%, 積極開拓礦山修復、節水園林、濕地修復等多樣化生態修復領域, 2016 年新簽合同 43.36 億元同增 131%, 公司儲備 PPP 項目超過 400 億元; 棕櫚股份 2016 年營收下滑 11.24%, 歸母淨利潤 1.21 億元, 扭虧為盈, 其中貝爾高林股權轉讓增加營業外收入以及應收賬款減值準備沖回貢獻較大, 公司 2016 年以來累計中標或簽署合同 (含預中標) 的訂單達到 185 億, 框架協議金額超過 340 億。另外, 2016 年美晨科技/美尚生態/嶺南園林等業績增速均在 55% 以上。

投資建議。2017 年是 PPP 訂單與政策的共振之年, 也是落地高峰期。PPP 專案對企業的業績貢獻提高, 對“三大表”有望持續改善。業績高增長的稀缺性是 2017 年 PPP 板塊投資的核心邏輯, 龍頭企業優勢愈加明顯, 我們建議重點關注 PPP 龍頭以及有特色的 PPP 新秀, 市場關注東方園林、鐵漢生態、文科園林、棕櫚股份等, 另外關注區位優勢明顯的蒙草生態。

風險提示: PPP 落地不及預期, 存貨及應收款跌價風險。

### **公用事業：套利專題：股海淘金，尋找增值機會**

重要股東增持股份、員工持股計畫股份、非公開發行股份、股權激勵股份、重大股權交易股票解禁期前後會迎來套利機會。

以 2017 年 4 月 28 日收盤價為基準, 從 2014 年初到 2017 年 4 月底, 海通公用環保股票池公司中, 有 53 家公司存在套利空間, 其中, 套利事由是重要股東增持、員工持股、股權激勵、定增、重大股權交易的公司數量分別有 32、6、6、21、3 家。

重要股東增持套利。2015-2017 年海通公用環保股票池中, 有 69 家公司發生過重要股東增持, 其中增持價高於現價, 即存在套利空間的有 32 家。股東增持的方式主要有建立證券公司定向資管計畫和證券交易所競價買入。我們用折價率 (折價率=(複權後增持價-股票現價)/複權後增持價) 來表示套利空間的大小, 則套利空間較大的有豫能控股、京藍科技、寶新能源、開爾新材等。

員工持股計畫套利。2015-2017 年海通股票池中，有 19 家公司實行過員工持股計畫，其中，員工持股價格高於現價，即存在套利空間的公司有 6 家，按照套利空間由大到小排列分別為寶新能源、開爾新材、環能科技、雪迪龍、怡球資源和龍淨環保。

定增套利。2015、2016、2017 年海通股票池中，有 74 家公司實行過定增，其中出現定增價格倒掛的公司分別有 9 家、9 家、3 家。2017 年存在定增套利空間的有 3 家，按照套利空間從大到小分別為三維絲、環能科技、豫能控股；2016 年存在定增套利空間的有 9 家，按照套利空間從大到小分別為華測檢測、維爾利、韶能股份、開爾新材、東方能源、廣安愛眾、寶新能源、盾安環境、哈投股份；2015 年存在定增套利空間的有 9 家，套利空間較大的有津膜科技、金鴻能源、國新能源、華銀電力等。華電國際 2015 年的定增有第一大股東華電集團參與，其中，2015 年複權後定增價為 6.47 元，折價率為 19.63%，獲配數量為 2.11 億股，2018 年 9 月 10 日解禁。

股權激勵套利。2016-2017 年有 23 家公司實施股權激勵（包括限制性股票和期權），其中調整後行權價格高於現價的公司有 6 家，按照套利空間由大到小排列分別為隆華節能、華測檢測、派思股份、科達潔能、國禎環保、東方園林。

重大股權交易套利。因發生重大股權交易產生套利空間的公司有科林環保、勝利股份、龍淨環保，折價率分別為 33.43%、33.63%、23.50%。

風險提示。（1）市場風險偏好變化；（2）行業競爭加劇，淨利增速下滑；（3）宏觀經濟波動。

## 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。