

策略

減持新規下的另類投資機會

核心結論：①5月27日減持新規限制股東、董監高減持數量和管道，擴大監管範圍，強化減持披露、嚴格減持等若干細則。②按最新股價統計，17/18年解禁規模分別為2.68、3.37萬億元，未來解禁壓力將逐年攀升，在流通股迅速擴容背景下，股東、董監高轉讓股份的議價能力遭削弱，折價轉讓利於吸引長線價值投資者入場。③綜合首發解禁、定增解禁、可轉債等角度，精選10只另類投資標的。

減持新規限制減持數量和管道，擴大監管範圍。5月27日證監會發佈了《上市公司股東、董監高減持股份的若干規定》，上交所、深交所也分別出臺完善減持制度的實施細則。新規對減持的限制加強主要體現為限制減持的數量、管道，並擴大監管範圍等方面，主要內容包括：第一，限制減持數量，提出大股東在連續90日內，通過競價交易減持股份的數量不得超過總股本的1%，通過大宗交易減持股份的數量不得超過總股本的2%，合計不得超過3%。減持上市公司非公開發行股份的，在解禁後12個月內不得超過其持股量的50%。第二，限制減持管道。新規提出通過大宗交易方式減持股份，在連續90日內不得超過公司股份總數的2%，且受讓方在受讓後6個月內不得轉讓。第三，擴大監管範圍，將上市公司IPO前已持有股份的小股東、以及非公開發行股份的股東減持行為一併納入監管。此外還新增如強化減持披露、嚴格減持罰則等若干細則。此前投資者普遍擔憂產業資本減持導致股市微觀資金供求結構惡化，新規降低了產業資本減持對市場的衝擊。

新規下股東、董監高更傾向於折價轉讓，優質標的投資機會顯現。自13年起，A股定增融資迎來爆發式增長，16年定增募集資金額達1.69萬億元，占當年全部融資的80%，創歷史新高。自新任證監會主席上臺後，雖然註冊制並未真正施行，但新股IPO發行卻有實質性進展，月均IPO發行家數從16/01-07的11家提升至16/08至今的36家。在股票供給不斷擴容背景下，解禁規模也迅速擴張，按最新股價統計，16/17/18年全年解禁市值分別為2.28、2.68、3.37萬億元，未來解禁壓力將逐年攀升。從時間分佈上看，17年下半年解禁壓力更大，上半年解禁市值為1.24萬億元，而下半年為1.44萬億元。從單月解禁市值看，18年1月將是小高峰，單月解禁市值為5704億元，創15年6月以來新高。在解禁市值攀升和減持新規實施的背景下，上市公司股東、董監高轉讓股票的議價能力被削弱，優質標的可能會被折價轉讓，從而投資機會顯現。我減持新規下可轉債或可交換債帶來的投資機會。可轉債和可交換債兼具債券和股票的屬性，當公司股價表現較好時，轉股的價值更大，由此也將帶來投資機會。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。

國改：平淡期走向加速期

①國改進入政策再次加力推進期。國資委6月2日召開國改吹風會，表示繼續推進央企重組，混改呈現速度加快、層級提升等四大特點。發改委5月底表示第三批混改試點將擴圍至地方國企，根據3月會議要求，預計混改試點6月底前有望推出。公司層面神華、國電等央企停牌預示改革提速。下半年將迎來十九大，國改尤其是混改有望實現突破。

②上半年市場對國改預期較低。今年年初以來國企改革指數已下跌12%，跌幅高於上證綜指、中小板指、創業板指的0%、1%、11%，國改指數成分股成交額占比持續回落，目前僅0.4%，處於歷史低位。

③海通策略與行業合作構建國改精選組合，如中國石化、中國聯通、隧道股份、申達股份、上海電氣、上海臨港、百聯股份、西山煤電、山西汾酒、廣弘控股、星網銳捷、珠江控股、華意壓縮等。
風險提示：市場表現不及預期。

債券

等待拐點——17年利率債中期策略

金融套利盛行，系統性風險積聚。大行套利：央行低成本資金→直接資產配置/購買中小行存單；中小行套利：發行存單→同業理財/委外加杠杆投資。金融套利盛行的背後，是銀行業杠杆率的飆升，是系統性風險不斷增加，因此16年4季度至今，政策從穩增長到防風險，監管層開始大力去杠杆。

同業監管加強，存單淨融資下滑。銀行同業業務監管包括：針對資產端的MPA廣義信貸的考核、1104報表要求同業資產進行底層穿透、46號文對於同業空轉套利的監管，在強有力的監管約束之下，同業擴張將很難再繼續。5月以來同業存單市場呈現“量跌價升”狀況，同業存單淨融資也有下降趨勢。

表外逐步規範，理財規模趨降。理財業務監管包括：46號文中對於理財空轉套利的監管、16年理財新規徵求意見稿、17年5月《進一步規範銀行理財產品穿透登記工作的通知》，未來理財獲取高收益資產的難度增加，面對盈利和監管的雙重壓力，理財規模將趨降。

貨幣政策“削峰填谷”，金融監管逐步落地。金融去杠杆、金融支援實體仍是政策方向，但金融穩定和安全重要性抬升，後續資管各項政策將逐步落地，過渡期、新老劃斷和央行貨幣政策“削峰填穀”有助於防範市場大跌。

監管拐點晚於基本面拐點。17年4月工業經濟見頂，棚改貨幣化推動地產銷量持續性有限，地產銷量回落將帶動地產投資回落，而金融去杠杆將帶來融資萎縮，下半年經濟下行壓力增加，但監管和政策拐點將晚於基本面拐點，債市拐點仍未到。

等待趨勢機會，短期現金為王。當前利率債價值顯現，性價比高於房貸，隨著地產政策收緊、經濟逐步回落、資金從非銀回歸銀行，利率債仍是銀行配置首選，長久期資金可關注配置。而趨勢機會仍需等待監管和政策拐點，短期交易博弈預期差，但難度較大，建議現金為王、穩定負債。

風險提示：經濟下滑不及預期、監管政策進一步趨嚴、美國加息和縮表進程加快、資金面緊張等。

行業點評

航空航太與國防：海軍艦船提速建設，萬億產業箭在弦上（下篇）

海軍艦船產業鏈中游看點一：綜合電力推進系統，未來艦船動力系統發展方向。綜合電力推進系統是艦船動力系統發展趨勢和海軍高新技術裝備發展的重要方向，當前已在歐美部分已建或在建作戰艦船上使用。目前我國海軍中綜合電力推進系統僅裝備於潛艇和部分軍輔船上，隨著其在054B護衛艦上的率先使用，後續有望裝備我國其他型號作戰艦船。考慮動力系統艦船價值占比約10%，未來30年我國海軍作戰艦船綜合電力系統的市場規模超千億。

海軍艦船產業鏈中游看點二：艦載雷達市場空間巨大，有源相控陣將是主導。艦載雷達在資訊化戰爭中發揮著重要作用。有源相控陣雷達是當前雷達發展方向之一，正成為世界海軍強國標準配置。全球來看，未來十年世界艦載雷達市場空間累計達343億美元，其中有源相控陣雷達細分市場累計達221.0億美元；國內來看，未來30年我國海軍作戰艦船電子系統市場規模近3000億元，對應艦載雷達（尤其是有源相控陣）市場空間可觀。

海軍艦船產業鏈中游看點三：艦載聲納水下作戰關鍵裝備，建設有望提速。聲波是水面以下資訊傳輸最有效工具。艦載聲納作為水聲傳輸重要裝備，承擔潛艇和反艦武器探測跟蹤、水下戰術通信和導航等任務，在水下作戰中作用關鍵。目前各國正爭相研製更為先進的雷達。據MarketsAndMarkets預測，至2020年全球聲納行業累計釋放31.2億美元，其中海軍是聲納行業最大需求端。當前我國海軍在反潛和水下作戰領域仍較為薄弱，未來相關建設有望提速。

海軍艦船產業鏈中游看點四：艦船光電系統向集成一體化發展，行業潛力大。艦船光電系統是與雷達系統、聲納（水聲）系統並列的三大傳感系統之一，具有不受電磁干擾、隱身探測強等優點，正成為海軍艦船各平臺不可或缺的裝備，並朝著綜合一體化的方向發展。據ASDReports，未來10年全球光電系統市場累計超過1179億美元，其中海軍方面運用最多。目前我國艦船光電技術在部分領域已達到世界先進水準，但在資訊處理、多平臺適應及複雜探測方面依然存在差距，未來發展潛力大。

產業鏈中游看點五：沒有制空權就沒有制海權，海軍作戰飛機進入發展快車道。我國海軍航空兵在戰鬥機、特種飛機、直升機等方面均與世界先進海軍存在差距，目前正進入發展快車道。未來受益於我國航母艦隊組建，海軍艦載機需求將持續增長，此外亞太地區局勢不穩定背景下，岸基海軍作戰飛機亦將得到重點發展。若只考慮航母艦載戰鬥機需求和岸基飛機等的換裝需求，我們預計未來10年我國海軍作戰飛機中戰鬥機需求約為675億元。

產業鏈中游環節重點相關標的。（1）湘電股份：海軍艦船綜合電力推進系統龍頭，坐擁技術壟斷，深度合作馬偉明院士，受益千億市場空間；（2）瑞特股份：船舶電器、自動化系統海軍指定常年供應商，產品應用包括“遼寧艦”在內的各類艦船，未來持續受益艦船建設高增長；（3）四創電子：空管一次雷達龍頭，收購博微長安獲得軍用雷達優質資產，作為中電科38所唯一上市平臺，資產證券化值得期待；（4）國睿科技：國內氣象空管雷達翹楚，微波元件應用軍用雷達和4G/5G產品，中電科14所下屬唯一上市平臺，資本運作空間大；（5）久之洋：背靠海軍光電龍頭，具備光電全系列生產能力，未來受益紅外鐳射廣闊市場空間與光電系統綜合化發展趨勢；（6）中電廣通：中船重工下屬專業化電子資訊業務上市平臺，集團體外存豐厚電子資訊資產；（7）中航機電：國內機電龍頭，受益萬億機電市場空間，作為中航工業集團航空機電系統專業整合和產業發展平臺，存體外機電資產注入預期；（8）晨曦航空：慣性導航產品與發動機參數採集器主要應用軍用直升機平臺，受益未來直升機廣闊行業空間。我們強烈推薦湘電股份、瑞特股份，重點推薦四創電子、國睿科技、久之洋、中航機電、晨曦航空，給予買入評級；建議關注中電廣通。

風險提示。國家軍費支出波動；海軍建設不及預期；軍品訂單不確定性。

醫藥與健康護理：海通中小市值/農業行業專題：寵物經濟揚帆起航

寵物經濟處於高速發展期，市場前景廣闊。近幾年，伴隨著我國居民生活水準的提高以及人口老齡化、少子化等現象的加劇，寵物經濟市場規模不斷擴大，其中寵物醫療因其高需求、高門檻、高回報的特點成為寵物經濟中潛在增速最快的市場之一。目前市場規模受到政策放寬、接受度提高等利好影響，有望進入高速發展階段。預計，中國寵物經濟將在2017—2020年期間保持年均15%左右的增速發展，到2020年我國整體寵物經濟市場規模將超2000億元。

中美對比：多細分領域差距明顯，未來空間大。目前美國擁有全球最大的寵物市場規模，而我國寵物經濟各細分市場結構和美國有類似之處。總體來看，除寵物銷售和其他寵物服務以外，其餘細分行業均與美國存在著巨大的差距，而這也為國內寵物行業的爆發留下了足夠多的上升空間。

寵物用品和寵物醫療是寵物經濟未來增速主力。寵物用品行業在國內尚屬新興行業，國內相關法律尚不完備。對於國內寵物用品行業，面對人口老齡化、家庭結構和養寵觀念的轉變，人們對寵物用品的需求將大大增加，將實現行業的高速增長。競爭格局方面，目前寵物用品種類繁多，品牌魚龍混雜，而在精細化飼養的要求下，寵物主傾向於為愛寵配備各細分領域的優等品牌，因此深耕細分領域、具備拳頭產品、管道完備的企業更易建立品牌效應，實現進口替代。寵物醫療與其他寵物產業細分市場的不同在於，寵物醫療的專業性要求較高。隨著寵物數目的提升，寵物醫療的需求必將有更大的突破，寵物醫院整體利好。寵物醫院的利潤率在資料上沒有準確統計，利潤率較低的為20%-30%，較高的為60%-70%。橫向比較，因為寵物用品、寵物食品等，寵物主會選擇網上購買，所以利潤率最低；寵物寄養、寵物美容等利潤一般，主要因為人力成本和時間成本較高。相比之下，在高門檻的保護下，寵物醫療從長期看還能保持較高的利潤率。

寵物經濟個股一覽。目前寵物醫療是增速最明顯，未來潛力最廣闊的行業。寵物醫療，目前市場進入高速成長期，其中最具有代表性的是瑞普生物、瑞鵬股份。兩家公司目前的重心在於快速提高市場佔有率，在重點城市和地區通過收購和新建的方式開設更多門店。因此未來幾年內，銷售費用、管理費用增加，增強市場覆蓋率將是公司的發展重心。寵物用品方面，天元寵物2015年公司實現總營收5.22億元，同比增長6.8%，歸母淨利潤3223萬元，同比增長9.77%。公司產品以出口歐美為主，業務整體穩定增長，市場持續放量，前景較好。

風險提示：政策端風險、經濟增速放緩形成用戶消費能力和意願下降風險、寵物醫療行業集中度提升不及預期風險、寵物醫療事故造成的品牌負面影響等。

資訊服務：從財務報表分析看海康威視和大華股份

基本面優秀的好公司會有一個漂亮的財務報表，各項財務指標也會非常健康，此次我們對海康威視和大華股份的財務指標進行深度分析。

財務表現可圈可點。過去十年，海康威視的營收與淨利潤CAGR達到約40%，而大華股份的營收與淨利潤CAGR更是超越40%。從盈利能力來看，大華股份和海康威視都高於電腦行業平均水準。從成長能力來看，大華和海康未來前景良好，潛力巨大。從償債能力來看，大華和海康都有著相對較為充足的資本進行持續運作，並且流動性風險遠低於行業平均水準。從營運能力來看，大華和海康都有著優秀的存貨和應收賬款管理能力。海康經營活動現金流淨額占營業收入的比例近幾年穩中有升，並遠高於行業平均水準。大華變革初見成效，2015年和2016年經營活動現金流淨額占營業收入比例得到大幅提升。費用率逐步降低，人效遠高於行業。海康和大華2016年新增人數均達到歷史高點，預計未來銷售費率和管理費用率會處於下降趨勢。另外，2016年，海康人均營收153.8萬/人，人均利潤37.1萬/人，大華人均營收153.8萬/人，人均利潤21.1萬/人，皆大幅度高於行業平均。人均營收和人均利潤維度，海康>大華，二者仍舊有一定差距，但是人均營收的差值在14年後逐步縮小。

風險提示：行業應用低於預期。

紡織與服裝：擁抱真成長龍頭

證監會發佈了《上市公司股東、董監高減持股份的若干規定》，對減持方式、數量以及資訊披露等方面加強了對大股東等減持行為的約束。此後，上交所、深交所分別就減持規定跟進詳細實施細則。

證監會的減持新規對定增限售解禁的限制產生較大影響：1) 持有非公開發行股份的股東在鎖定期屆滿後12個月內通過集中競價交易減持的，減持數量不得超過其持有該次非公開發行股份數量的50%；2) 採取集中競價交易方式的，在任意連續90日內，減持股份的總數不得超過公司股份總數的1%；3) 採取大宗交易方式的，在任意連續90日內，減持股份的總數不得超過公司股份總數的2%，採取大宗交易方式的，在任意連續90日內，減持股份的總數不得超過公司股份總數的2%。

我們對本行業中的定增項目及解禁日期進行了梳理，其中現在至2017年底的公司共計14家。解禁新規顯著減緩了拋售壓力，尤其對於現價溢價定增較多的公司，拋壓明顯降低，現在至年底解禁且存在溢價的公司包括常山股份（溢價192%）、跨境通（溢價24%/28%）和華斯股份（溢價11%）；而現在存在折價的不僅在解禁後有一定訴求推升股價，並需保證在較長一段時間內維持穩定股價，現在至年底解禁的公司中折價的有探路者（折價26%）、凱撒文化（折價45%）、新野紡織（折價20%）、山東如意（折價19%）、紅豆股份（折價18%）、美盛文化（折價32%）、曠達科技（折價21%）、搜於特（折價47%）、柏堡龍（折價29%）和貴人鳥（折價25%）。

監管層出臺減持新規短期將抑制解禁壓力，長期來看是鼓勵對主業經營穩健、業績增長有保證企業的價值投資，在現階段定增折價的企業中我們建議關注：行業景氣度好，增長穩定的新野紡織、全球IP變現龍頭美盛文化、供應鏈業務快速放量推動增長的搜於特，以及健身房行業稀缺標的貴人鳥。

風險提示：終端零售疲弱，並購外延不達預期。

其他有色金屬：金價持續反彈，關注低估值和龍頭個股

黃金延續反彈行情，貴金屬板塊表現亮眼。我們認為短期金價仍有望反彈，但是6月美加息概率仍大，所以在此之前金價反彈空間較小，關注1300美元的整數關口。中期而言，美國的縮表，加息導致金價底部震盪。

我們長期（1-2年）看好金價上升。A股貴金屬板塊估值已經大幅回落，中長期看好貴金屬的配置意義，目前關注估值已回落到30PE以下的白銀股如金貴銀業、興業礦業等，關注龍頭山東黃金、中金黃金、銀泰資源等。

風險提示：金價波動。

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。