

宏觀

國際資產管理牌照研究——國際保險資管業務發展趨勢研究（2）

投資公司和商品基金管理人為美國主要的資產管理業務牌照。美國保險資產管理與其他投資管理行業一樣，具有資產管理帳戶獨立、管理人收取管理費和績效費的主要特徵，共同受到《1933年證券法》、《1934年證券交易法》、《1940年投資公司法》集中規範。從事投資、再投資、持有和交易證券的投資公司由美國證券交易委員會實施統一監管；投資於大宗商品期貨、期權以及外匯合約或掉期產品的機構、即商品基金管理人，由商品期貨交易委員會進行管轄。

執照基金管理公司和註冊基金管理公司是新加坡主要的資產管理業務牌照。新加坡金融業實行混業經營和統一牌照管理，金融監管局全面負責金融行業准入和金融機構註冊；執照基金管理公司（LFMC）和註冊基金管理公司（RFMC）是以資金管理為主要經營活動的資產管理業務牌照。LFMC包括零售LFMC和合格投資者LFMC，前者能夠向任何類型的投資者提供基金管理服務，後者只能對合格投資者提供基金管理服務，但對合格投資者的數量沒有限制；RFMC則只能向不超過30名合格投資者提供基金管理服務，且管理資產總額不能超過2.5億新幣。

香港證監會對“提供資產管理”的持牌法團和註冊機構進行牌照管理。其中註冊機構是混業經營、分業監管下的牌照管理安排；主要是以銀行為代表的金融機構，其不受證監會直接監管，但混業背景下可從事證券相關業務、且其證券經營牌照也要由證監會來負責發放；“金融管理專員”是香港金融管理局中與證監會溝通意見的專員，《證券及期貨條例》規定：“證監會不得在沒有事先諮詢金融管理專員的情況下行使其權力”。功能監管趨勢下，保險資管牌照與其他資管子牌照無差異。從全球成熟市場和發展迅速的新興市場看，功能監管是大多數市場現行採用的監管模式，投資管理活動均由某一監管機構監管，而無論其是銀行系或保險系。分業向混業過渡中，採取“備案”、“豁免”等特殊制度安排。在金融市場從分業經營向混業經營過渡期，金融市場各環節趨於融合，金融中介機構的角色和身份複雜化，各監管機構對於金融中介機構和金融活動的監管面臨重大調整。香港的“金融管理專員”、美國的豁免制度均是特殊制度安排範例。

“寬進嚴管”，機構組織形式多樣、資源配置效應凸顯。總體上成熟市場在資產管理機構准入方面相對寬鬆，但在准入後均設立一整套完整的監管體系、並實行嚴格要求，強調通過註冊前端導入資訊和後繼資訊集成，重視事中事後監管。

策略

漫步多頭路

核心結論：①以經濟學模型概括金融工作會議：目標函數是服務實體，約束條件是協調監管，底線是防範系統性金融風險。設立國務院金融穩定發展委員會，將加強監管協調，有效降低監管中可能導致的風險。②風格取決於盈利趨勢和投資者結構，17年上證50相當於13年創業板指。創業板中報業績增速繼續放緩。③6月4

日《再次開啟多頭思維》看多邏輯不變，情緒指標僅位於震盪市中低位，白酒家電擴散到金融和週期龍頭及二線價值。

金融工作會議召開，多頭邏輯未變。(1) 中期仍是中樞略抬升的震盪市，震盪中樞略抬升源於盈利增長。市場有波折，上證綜指、萬得全A每次上漲持續約2-5個月，幅度約10-20%左右，每次下跌持續2個月左右，幅度約8-10%。(2) 全國金融工作會議召開，階段性多頭格局不變。7月14-15日全國金融工作會議召開，以經濟學模型高度概括會議要點：目標函數是服務實體，約束條件是協調監管，底線是防範系統性金融風險。設立國務院金融穩定發展委員會，將加強監管協調，有效降低監管中可能導致的風險，有助消除市場對監管過程中出現類似錢荒等不確定性的擔憂。(3) 目前資金利率仍較為平穩，市場情緒指標成交量、換手率資料處於均值偏低水準。整體上，震盪市中階段性的多頭格局未變，無需擔憂。

業績是試金石，中報強化價值風格。(1) 風格取決於盈利趨勢和投資者結構。最近一周價值與成長的風格裂口再次拉大，風格和資金面關係不大。2013年資金面相比12年偏緊，全年中小創明顯表現更好，2017年以來資金面相比16年偏緊，過去半年上證50和中證100明顯表現更好。真正在決定風格的是盈利增速趨勢。此外，投資者結構影響風格。16年1月底以來震盪市整體是存量資金，結構上散戶資金略減少、絕對收益資金略增加，他們投資風格更偏價值。(2) 中報預告顯示創業板利潤同比增速繼續回落。14日週五多個創業板權重股出現閃崩，背後是上市公司中報業績下滑或不及預期。截至7月15日，中小創中報業績預告已基本披露完畢，主機板披露率32.3%。從半年報淨利潤同比來看，主機板、中小板、創業板分別為180%、31.7%、6.8%，今年一季度分別為19.7%、27%、11.2%。剔除兩大權重股溫氏股份、東方財富後，創業板中報預告淨利潤同比為30.1%，一季報27.2%。

多頭思維，擴散策略。(1) 保持多頭思維，不用糾結於空間。6月4日以來看多的邏輯未變，全國金融工作會議內容顯示政策主基調仍是穩中求進、協調監管、防範風險，投資者對監管再次從嚴的擔憂有望緩解，且情緒指標僅位於震盪市中低位，保持多頭思維，不用糾結於空間，跟蹤未來政策面變化以及市場累計漲幅和市場情緒。(2) 擴散策略，一線價值和二線價值均衡化。業績為王整體偏價值的風格不會變，但會從“一九”向“三七”擴散。行業層面的橫向擴散是從白酒家電向金融和週期龍頭擴散，市值層面的縱向擴散是從500億以上大白馬大藍籌向100-500億二線價值成長擴散。4月底以來一直看好金融，核心邏輯就是低估、低配、基本面存在預期差。此外，7月14日中國聯通公告稱聯通集團混改試點方案已獲發改委批復，繼續停牌1個月。未來國企改革推進力度有多大，還需跟蹤作為標杆的聯通混改方案。整體看上半年市場對國改預期較低，下半年迎來十九大，國改尤其混改有望實現突破。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

行業點評

保險：大衛斯按兩下——從友邦保險看國內壽險業的價值轉型與估值提升

友邦保險是中國壽險行業價值經營的“傳道士”，是中國壽險公司價值轉型的最佳學習榜樣。1) 業績：2010年獨立上市以後，公司進一步推動精耕細作的價值增長之路，2010-2016年NBV和EV年均複合增長率分別為26.6%和9.3%，NBV Margin從2010年的32.6%上升至2016年的52.8%，其中友邦中國的提升幅度最大。2) 管道：代理人管道（高素質隊伍為基礎）和夥伴管道（獨家合作為基礎）共同發展，NBV年均複合增長率分別為19.7%和31.9%。3) 隊伍：公司貫徹執行“最優秀代理”策略，打造精英制隊伍，MDRT會員人數年均複合增

長22.7%且冠絕全球。4) 產品：公司聚焦新業務價值率的提升，採取了主推保障型產品的藍海戰略，並推出亞太區唯一的綜合健康平臺“AIA Vitality”。

友邦保險的P/EV估值顯著高於國內保險公司，並呈現出長期上升的趨勢。1) 上市以來，友邦保險的靜態P/EV由1.45倍上升至2.13倍，而A股4家保險公司估值水準則長期處於下降通道。2) P/EV估值水準理論上應當取決於EV的可信度（EV假設是否審慎）、穩定性（EV受利率等易變因素影響是否較小）、成長性（NBV的增速是否可持續高位）。

友邦保險高估值的原因：EV的高穩定性+高成長性。1) 成長性好：2010-2016年，友邦保險的NBV年均複合增速高達26.6%，而中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的增速分別為16.4%、21.9%、20.9%和14.1%。NBV的高速增長依賴於ANP和NBV Margin的雙重提升，其背後的原因在於公司上市以來推進的“價值深化改革”，以及配套的管道、隊伍、產品、客戶經營策略。2) 穩定性強：友邦保險主推保障型產品，2016年IFRS Operating Profit結構中的死差（非利差）占比高達63%，因此EV受到利率、投資收益率等易變因素的影響很小。3) 可信度高：EV假設每年動態調整，EV假設與實際經驗的偏差帶來的EV變動很小。

友邦保險高估值的啟示：國內保險公司P/EV進入上升通道。1) 2010-2013年的行業低谷後，上市保險公司均在以友邦為榜樣，推進價值轉型。2) 中國平安和中國太保開始披露重要資料，其中保障型產品的占比提升是價值轉型的重要表現，而死差擴大、剩餘邊際攤銷增長則是反映EV和利潤穩定性的最關鍵指標。3) 健康險等高價值率的保障型業務進入快速增長期，可確保EV的高成長性；死差和剩餘邊際擴大可改善EV的穩定性。EV高成長性+高穩定性有望推動P/EV仿效友邦保險，正式進入上升通道。

價值轉型可同時帶來EV規模與P/EV的長期持續提升！利差改善的環境下，價值轉型可同時提升EV的成長性與穩定性，預計保險公司的P/EV估值水準將正式進入上升通道。目前股價對應中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險2017年P/EV為1.05、1.26、1.08、1.16倍，未來有望根據轉型效果陸續提升至1.5倍以上。EV增長疊加P/EV提升，“增持”評級。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

資訊科技服務：雲和端的再平衡，電腦視覺的爆發

區別於市場的觀點。電腦視覺是人工智慧的重要分支，電腦視覺和機器視覺的不同在於電腦視覺偏重人工智慧和機器學習，而機器視覺偏重信號處理和自動控制。電腦視覺為電腦帶來了豐富和複雜資訊獲取管道，人工智慧和深度學習進入快速反覆運算和進化，雲計算和智慧終端機的興起為電腦視覺創造了更多的場景。

深度學習將電腦視覺帶入新時代。電腦視覺的發展可以追溯到1966年，深度學習技術的發展，讓電腦視覺進入快車道。高難度複雜圖像識別任務往往依賴成熟的神經網路深度學習模型，通過深度學習電腦視覺更主動地學習和吸收外界複雜的知識和資訊。人臉識別、目標跟蹤和目標檢測等視覺技術精度將不斷提高，視覺技術面臨巨大的市場應用，僅視頻監控市場預計2018年將達到千億級市場。

智慧終端機興起，電腦視覺加速普及。隨著晶片技術和演算法的發展，GPU、ASIC等技術廣泛應用到終端，智慧終端機具有了神經網路深度學習能力，為電腦視覺終端應用和普及掃清了最後一道障礙。雲和端再平衡，使電腦視覺技術在終端走向“專用”而雲平臺走向“通用”的路徑。電腦視覺API快速發展將衍生一個新的百億級應用市場。

電腦視覺引爆人工智慧應用場景。電腦視覺技術場景上不斷滲透，正在不斷改進各種應用場景的用戶體驗。智慧駕駛的成熟度和安全性提高、智慧安防在時效性和準確性改進、新零售消費通過人臉減少客戶的操作負擔，智慧醫療促進醫療普惠，這些領域在技術變革和用戶體驗提升的催化下，都將成為電腦視覺和深度學習的熱門領域。

風險提示。1. 人工智慧政策風險，2. 技術路線的不確定性，3. 電腦視覺技術發展不達預期。

航空航太與國防：治國論軍十二大軍工集團系列報告（3）：陸軍裝備發展主體，防務產品國際一流——中國兵器工業集團公司

陸軍裝備發展主體，防務產品國際一流。中國兵器工業集團是在原中國兵器工業總公司所屬部分企事業單位基礎上組建而來，是陸軍武器裝備研製生產主體和三軍毀傷與資訊化裝備研製發展的骨幹力量。集團主要從事裝甲突擊、防空反導、資訊夜視、精確打擊、遠端壓制和高效毀傷六大領域的軍品製造，重型車輛與工程機械、特種化工與精細化工和光電資訊三大板塊的民品生產以及戰略資源和流通服務業務。2016年實現淨利潤57億元，同比增長12.28%；實現主營業務收入4038億元，同比增長5.40%；“十二五”期間營業收入複合增速9.93%，排在軍工集團靠後位置；淨利潤複合增速10.91%，屬軍工集團中間位置。

致力於國防科技和軍民結合領域可持續發展。兵器工業集團以金剛石、石油機具、塑膠管材、民爆器材等優勢民品為支撐，堅持“軍品為本、民品興業、軍民互動、協調發展”的戰略方針。十二五期間，兵器工業集團貫徹實施國家“一帶一路”、長江經濟帶和深化軍民融合的發展戰略，不斷尋求經濟建設和國防建設的完美結合。

資本運作方興未艾，子集團資產注入上市平臺。近幾年來，兵器工業集團旗下資本運作頻繁，一方面集團通過股權劃轉等方式理順公司股權結構；另一方面，上市公司也積極收購集團旗下或體外相關業務資產，構建產業鏈閉環。以總資產口徑計算，集團截止2016年末的資本證券化率約為26%，低於十二大軍工集團40%的均值，未來資產證券化率提升空間很大。集團下屬單位多為資產雄厚的子集團，資產注入空間大。科研院所普遍具備輕資產、高收益的特徵，國企改革的不斷催化之下，兵器工業集團旗下科研院所存改制預期，上市公司有望成為優質資產注入平臺。

關注相關公司。陸軍武器裝備未來將長期受益於軍工資訊化，推動彈藥智慧和光電防務產業升級。北斗導航等優質軍工資產注入，汽車零部件等民品業務市場空間廣闊。關注標的：凌雲股份，中兵紅箭，光電股份。

風險提示。軍品訂單未達預期；軍工行業改革進程具有不確定性；軍民融合政策不確定性。

燃氣公用事業：燃氣系列專題2:LNG海氣套利分析

LNG為我國天然氣進口主力。受經濟結構改善以及環境氣候政策推動，我國未來將減少對煤炭的依賴，提高燃氣為代表的清潔能源的一次能源比重。BP預測，燃氣在我國一次能源消費中的比重將從2016年的6.2%提高到2035年的11%。2016年，我國天然氣消費量2103.4億立方米，同比增長8%，是2007年消費量的2.88倍。消費快速增長，拉動進口增長迅速，2016年我國天然氣進口依賴度達到36.06%。燃氣進口中LNG進口占到51.74%，為主要的進口氣源。

LNG氣源進口經濟優勢明顯。1) 自2014年以來，國際天然氣現貨價總體均呈下降趨勢，2016年，日本、美國、德國、英國的天然氣現貨價分別為1.66、0.59、1.18、1.12元/立方米。2) 目前，我國LNG進口均價為1.72元/立方米，而國內主要廠商LNG出廠均價為2.04元/立方米，海外進口LNG相比國產LNG具有價格優勢。3) 2017年5月，我國自土庫曼斯坦、緬甸進口管道氣均價分別為1.21、1.98元/立方米，中俄東線價格接近2.37元/立方米，目前LNG進口價相比中緬、中俄線便宜，相比中亞線貴。4) 終端使用者上，全國LNG到貨價均價為2.37元/立方米，民用氣、工業用氣、車用LNG全國均價分別為2.51、3.15、3.42元/立方米，考慮到氣化及運輸成本，LNG終端車用更具經濟性。

未來趨勢：上游氣源多樣化與下游交易市場化。1) 上游：我國LNG接收站產能將從現在的5770萬噸/年提高到未來的1.59億噸/年以上，除傳統澳大利亞、卡達、印尼等LNG進口氣源外，未來美國的LNG進口增長潛力巨大。同時我國管道天然氣進口輸氣能力2020年相比2016年至少增長2.46倍。2) 下游：2016年11月26日，上海石油天然氣交易中心正式投入運行，實現了天然氣的現貨交易。2017年上半年，交易中心完成交易量163億立方米，同比增長318%。2017年全年交易量目標為500億立方米，預計占全國天然氣消費量的12%。隨著氣源多元化以及改革推動下的制度完善，未來下游燃氣市場化交易比重將快速提升，燃氣價格也將更加靈敏，與國際市場接軌。

投資建議。氣源多元化和改革背景下，氣價下行，利好下游用戶側，建議關注：深圳燃氣、派思股份、福耀玻璃。

風險提示。(1) 國際LNG現貨價格波動。(2) LNG接收站投產進度不達預期。(3) 改革推動國內管道氣價格迅速下降，

資訊服務：人工智慧投資的終極奧義——場景為王

對於人工智慧是電腦下一個投資大方向相信早已是大部分人共識，而作為專業投資者，我們更需剖析，一個公司要在AI領域獲得成功，其所需具備的必要條件和關鍵本質到底是什麼，是技術演算法驅動？是高品質的大資料？是更懂人工智慧的團隊？是清晰的商業模式？還是所佔據的市場、管道和應用場景？

我們認為：場景為王！演算法不是門檻，沒有場景的演算法公司，沒有投資價值。評估一個人工智慧公司，最重要是看其有沒有好的場景。有了好的場景，從而可以有資料積累，這才是人工智慧公司技術不斷提升的根本和價值。而所謂的演算法，不是人工智慧公司的競爭門檻，其領先程度不會超過6個月。

安防產業是AI視頻落地應用的典型

對於安防來說，人工智慧有著天然的應用場景，海量視頻資料、視頻分析作為重要輔助破案手段，傳統錄影摘要分析的低效，早已不能適應。同時深度學習、電腦視覺演算法開源化的大趨勢下，具有特徵性的場景資料集的獲得，是AI視頻真正落地應用的關鍵。以海康威視和大華股份為代表的龍頭企業，佔據智慧安防監控入口優勢，其早已不再是單純的硬體公司，而是軟體、場景和資料公司。

無人零售是場景需求倒逼技術選擇

近期較為火熱的無人零售也是典型例子，傳統AI應用往往先是某一到兩項技術上的突破，再有尋找下游的場景應用點；而無人零售更關注賦能線下，解決了傳統門店的人工和租金等成本問題，更適合於相對標準的快

消品這個場景，而將技術視為一種可組合和選擇的基礎能力，是一種需求倒逼式的技術選擇，不斷反覆運算成熟，充分賦能線下，從而提高效率、降低成本。

策略和方向：首推海康威視和大華股份：今明兩年業績越確定的公司，將越早迎來估值切換。考慮到下半年的估值切換，預計大華股份的業績增速更快，從而有相對明顯的估值優勢，所以我們判斷，大華比海康收益會更明顯一些。我們判斷，兩者股價趨勢將保持一致。

風險提示：部分細分領域資訊化投入不及預期，短期市場波動風險。

新能源板塊：“反轉”行情可持續，乘用車或超預期，六氟價格企穩

“反轉”行情可持續。（1）政策端：積分制預期出臺、“三萬公里”調整方案上報、各省小目錄預調整等三大事件6月密集出臺，政策“拐點”增強對於行業成長性信心；（2）銷量：乘用車再上新臺階，商用車放量；（3）特斯拉量產臨近，在中國建廠確定性提升，開啟全球新能源汽車正向研發機制；（4）代表企業相對2016年仍在估值低位，新一輪成長週期開啟有望提升估值中樞。因此我們認為新能源汽車本次行情為“反轉”而非“反彈”，預計持續性將更久，空間將更大，各子行業龍頭將紛紛創出歷史新高。

乘用車全年銷量或超預期，商用車政策或將調整。中汽協6月新能源乘用車銷量同/環比增速分別為26%、10%，增速放緩主要是受免稅購置稅目錄時間錯配影響，而7月初第11批免稅購置稅幾乎包含第4/5批推廣目錄所有未享受免稅購置稅的車型，重量級新品眾多，解決了兩大目錄的時間錯配問題；我們預計在免稅購置稅目錄的拉動下，7月新能源乘用車產量有望超過5萬輛，後續地補進一步落地、新車型推出，全年乘用車產量有望超過50萬輛。商用車6月銷量同/環比增速分別為56%、149%，超出市場預期，客車採購高峰一般在下半年，物流車受“三萬公里”影響最大，政策存在較大調整空間，如果有所鬆動則將加速物流車電動化進程。

六氟磷酸鋰產能利用率提升，價格企穩。在商用車放量帶動下，預計下半年鋰電池合計需求量將在46-50Gwh左右，對六氟磷酸鋰的拉動預計在7600噸-8400噸；根據目前企業產能投放進程，預計三季度行業產能利用率約為80%；六氟磷酸鋰是所有材料中產值最小，集中度最高的，天賜材料、多氟多、天際股份三大企業占比近70%，可控性較強，下半年行業開工率提升至80%左右的情況下，我們預判行業將面臨拐點，景氣反轉，向下空間較小向上彈性較大，建議重點關注三大龍頭。

投資建議。（1）供需矛盾最為突出的鋰、鈷環節：關注天齊鋰業、贛鋒鋰業、雅化集團、華友鈷業、格林美、寒銳鈷業等；（2）技術方向把握濕法隔膜、高鎳三元材料、軟包電池：重點關注濕法隔膜龍頭創新股份，前驅體關注道氏技術、格林美，三元正極材料關注杉杉股份，另外軟包電池關注新綸科技、億緯鋰能、多氟多；（3）電池馬太效應：建議關注國軒高科。

風險提示。政策不達預期；行業競爭加劇；行業過度擴產；產品價格波動。

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。