固定收益

聚光燈下的非標——發展歷程、監管路徑及市場影響

非標的發展歷程

何為非標？2013年銀監會8號文中首次給予非標明確定義，指未在銀行間市場及證券交易所市場交易的債權性資產，包括信貸資產、信託貸款、委託債權、承兌匯票、各類受（收）益權等。而在社融統計中，包含了委託貸款、信託貸款和未貼現銀行承兌匯票三項非標資產。

2012-2014年是非標發展的黃金期。大資管行業的蓬勃發展加之實體經濟出現融資缺口，導致非標融資興起，規模大增。但由此帶來了M2增速的飆升，引發通脹預期抬升，隨著2013年非標監管收緊，非標規模開始逐漸下降。

結構上各類非標發展趨勢不同。13年後大資管行業快速發展，券商資管、基金子公司等在某種程度上取代了信託的作用，導致委託貸款增量顯著高於信託貸款。但從2016年末開始，基金子公司等機構隨著監管趨嚴，規模萎縮，委託貸款增量大減，信託貸款則大幅增加，走勢完全翻轉。最後，未貼現承兌匯票在15-16 年負增長，17年由負轉正，與票據市場監管政策的出臺和實體經濟融資需求的變化有關。

非標的監管路徑

非標通道業務興起。非標通道業務包括委託貸款/信託貸款模式、資管計劃收益權模式、信託受益權模式等。非標通道一方面可以規避表內的諸多監管指標，另一方面則可以增厚收益，擴張規模。同時由於涉及銀行、證券等多個主體，在我國金融體系長期“分業監管”的模式下，對其的全面監管也存在漏洞。

監管階段一：收緊資金源頭，嚴控規模。這一階段的監管路徑是“先表外再表內”。先是在13年3月，銀監會出臺8號文，約束理財資金投資非標。之後非標資金由表外轉向表內，利用買入返售低資本計提的優勢，通過同業投資非標。於是銀監會在14年7月份出臺127號文，對同業投資非標進行了限制。

監管階段二：清理通道，各個擊破。16年底一行三會率先針對基金子公司收緊監管政策，清理銀基通道。隨後在17年底18年初，接連發佈55號文和2號文，用以整頓銀信通道業務和委託貸款業務。自此通道業務被全面扼制，缺少銀行資金的支撐，非標規模將大幅下降。

非標監管的市場影響

非標轉標或是主要出路。途徑主要有兩個：一是通過銀登中心，銀監會82號文明確規定，銀登中心是實現信貸資產收益權的非標轉標的官方渠道。二是通過資產證券化（ABS），也可以直接實現非標轉標。但無論是銀登中心、還是ABS，進行非標轉標均存在諸多限制，未來非標規模收縮已成定局。

非標收縮之下，社融將受到直接衝擊。非標融資是17年社融的重要支撐，其規模收縮會直接導致社融的下降。儘管非標縮減會帶來資金回流表內，但考慮到銀行目前缺負債、缺資本的困境，非標回銻帶來的信貸投放壓力，會加劇銀行缺資本的困境，影響18年的信貸增量。此外，考慮到目前房貸利率明顯上升，18年居民信貸也將面臨回落，社融增速將趨於下降。

利率有望築頂回落。債市18年開門不利，除受到監管衝擊外，與近期公佈的全年GDP數據，以及海外債市的調整有關。但隨著非標監管的收緊，其規模必然會大幅下降，銀行負債端收縮，會影響實體經濟的融資情況。再疊加此前PPP等監管政策的收緊，都意味著目前正逐步由金融去杠杆轉向經濟去杠杆，18年融資需求將面臨回落，利率也將打開下行空間。

行業研究

醫藥與健康護理：醫藥商業集中度加速提升拐點即將到來，重視龍頭企業投資機會

我們判斷，未來三年醫改將促使醫藥流通行業集中度加速提升。截至2018年1月份，全國已完成公立醫院零加成改革，兩票制也已在24個省份正式執行，其餘7個省也將在2018年完成執行。從最早執行兩票制的福建和安徽來看，兩票制將促使流通企業集中度加速提升。我們對未來流通行業變化有三個基本判斷：

第一個判斷：兩票制長期提升流通行業集中度，但整體趨勢呈現先抑後揚。在兩票制執行初期，小型流通企業開始清理庫存，一方面原有庫存保障小型流通企業在短時間內保持銷售，另一方面小型流通企業從上游進貨減少導致大型流通企業調撥業務大幅減少。因此，在兩票制執行初期，大型流通企業收入增速放緩，此為先抑。在兩票制執行後期，小型流通企業庫存告罄，部分品種無法從廠家直接拿貨，大型流通企業趁機切入，行業集中度加速提升，此為後揚。

第二個判斷：零加成執行1年內對流通行業增速和現金流有所影響，此後影響逐步減少。對行業增速影響方面，零加成導致醫院開藥動機減少，伴隨藥占比控制與輔助用藥限制，醫院開藥量或開藥金額增速會有短暫下滑，但隨著醫療需求的持續增長，後續藥品增速將恢復正常增長。對現金流影響方面，零加成執行初期醫院收入減少，資金周轉緊張，因此應收賬款周轉天數延長。零加成執行後期，隨著醫療服務價格逐步調整到位，醫院資金逐步緩解，應收賬款周轉天數逐步減少。

第三個判斷：招標對流通行業影響逐漸減小。2015年國務院7號文和衛計委70號文要求各省市2015年開啟新一輪招標，截至2017年底，27個省份已經執行新標。我們認為，經過2015年新一輪招標殺價，未來仿製藥招標降價幅度有望放緩，同時醫保支付價改革和一致性評價有望促使高品質仿製藥市占率提升，低品質仿製藥逐漸退出市場有利於同類藥品平均價格恢復正常水平，未來招標對流通行業影響將越來越小。

我們判斷，上市公司層面先抑後揚，預計2018年下半年出現拐點。我們將醫藥流通行業2017-2020年分成三個階段：第一階段：兩票制初期疊加零加成（2017-2018上半年）：該階段大型流通企業收入增速放緩，零加成導致醫院資金吃緊，賬期延長。該期間我們預計大型流通企業收入增速5-10%。第二階段：兩票制中期（2018下半年-2019上半年）：該階段大型流通企業收入增速恢復高於行業增速，醫院資金流轉趨於正常，賬期恢復正常。該期間我們預計大型流通企業收入增速10-15%。第三階段：兩票制後期疊加一致性評價（2019下半年-2020）：該階段大型流通企業收入增速繼續高於行業增速，醫保資金結算更加快捷，賬期進一步縮短，由於一致性評價導致藥品供給側改革，小型流通企業品種數量進一步減少，大型流通企業集中度繼續加速提

升。該期間我們預計大型流通企業收入增速10-15%。我們認為，2018年流通行業集中度有望加速提升，長週期佈局正當時。

投資建議：我們認為，流通行業集中度加速提升拐點即將到來，醫藥商業估值及相對溢價率處於歷史低位，長週期佈局正當時，給予行業“增持”評級。重點推薦低估值且長期前景向好的醫藥商業龍頭公司國藥控股（港股）、國藥一致、國藥股份、上海醫藥，建議關注柳州醫藥、嘉事堂、南京醫藥。

風險提示：兩票制執行導致調撥業務減少的風險，零加成及控制藥占比導致醫院開藥量減少的風險，輔助用藥控制趨勢趨嚴導致輔助用藥金額下降速度過快的風險，招標降價的風險，市場利率上升導致流通企業資金成本上升的風險。

電子元器件：多維度把握電子行業的成長與週期的投資機會

電子行業成長性與週期性並存，投資策略上需要多維度把握。經過2017年一輪波瀾壯闊的行情，電子行業自身的成長性和週期性均有淋漓盡致的體現，因此在行業研究框架方面，我們認為需要多角度審視、多維度把握。從成長性角度，借助智能手機爆發的紅利，消費電子公司沿著單業務國內巨頭> >單業務全球龍頭> >多業務全球龍頭> >全球平臺型企業的路線成長，產生了一批白馬企業，同時，受益於全球產業轉移、國產替代進程加速等大趨勢，半導體、面板行業均取得了重大突破，一批“大國重器”型企業正在成為中國力量的全新代言人；從週期性角度，在供需關係改變、產業整合等多因素的作用下，存儲器、LED、PCB和被動元器件均迎來了新一輪的景氣週期，漲價聲不斷，行業龍頭股價同樣有良好的表現。

先進製造與大國重器，產業轉移促成長。消費電子領域：3D sensing對內強化安全機制、對外開啟AR入口，是電子行業下一個確定性爆發板塊；顯示方面，OLED替代LCD正在加速進行；外觀革新方面，雙面玻璃搭配金屬中框成為確定性方向；雙攝像頭、無線充電、雙電芯和類載板滲透率逐步提高。半導體領域，我們認為國家在資金、政策等層面會持續加碼，坐擁全球最大下游市場，隨著半導體上下游產業鏈配套不斷完善，行業整體將逐漸迎來業績兌現期，設計領域我們推薦與下游應用結合緊密，同時護城河深且寬的企業，設備、封測、製造領域我們認為龍頭企業最先、最深度受益產業轉移大勢，尤其推薦“建廠潮”逐漸落地背景下給半導體設備企業帶來的機會。面板產業，大陸企業崛起帶動產業鏈迎來整體性的成長機會。

全球科技迎來創新週期，把握2018年電子行業的主題趨勢性成長機會。人工智能已經被世界各國當做了未來發展的國家戰略方向，從具體方向的投資情況看，我國目前更偏重於應用層，而安防作為最適合AI落地的應用場景，行業升級將持續進行，我們繼續推薦行業龍頭，以及AI+安防產業鏈上游的芯片和算法企業。5G產業大升級，對電子行業的影響首先在於射頻領域，無論是天線還是射頻前端芯片，單機價值量均大幅提高，同時5G對化合物半導體代工、高頻高速PCB等方向起到明顯拉動作用。汽車電子作為下一個接棒成長的萬億行業，ADAS和車聯網將使智能座艙、車載攝像頭、毫米波雷達和激光雷達等需求量大增，而整車電子系統的複雜度提高對車用PCB同樣產生拉動效應。

新時代供需關係的再平衡，電子行業週期板塊熱度不減。存儲器版塊，週期性波動幅度逐漸收窄，我們預計DRAM市場景氣度持續至2018H2，NOR Flash供不應求，NAND Flash可能見頂；被動元件版塊，在汽車電子、5G、快速充電等技術引領下邁向新週期，供給端產能收縮引發供需大規模失衡，利好相關廠家，產業結構面臨調整升級；液晶面板方面，我們預期後續價格將繼續承壓；PCB行業，產業向大陸轉移趨勢明確，上游銅箔、玻纖布、環氧樹脂等材料供需持續失衡，在漲價壓力傳導和環保監管趨嚴的背景下，我們建議關注覆銅板和下游PCB龍頭廠商；LED行業，下游照明和小間距市場景氣度不減，上游芯片廠商在大幅擴充產能後有

效緩解了供不應求的情況，但由於產業集中度持續提高，龍頭廠商有望依靠強勢地位獲得定價權，仍有較高投資價值。

風險提示：全球經濟進入下行週期；消費電子創新低於預期；國家政策層面對產業轉移的支持力度下降；人工智能、5G、汽車電子等發展低於預期；週期性行業供需關係出現非常規因素。

電子元器件：挖礦機2018為封測市場帶來多大訂單需求？

我們認為挖礦機對於大陸電子產業鏈帶來的機會是不能小覷的，我們預計從上游芯片製造業【台積電】、到封測大廠【長電科技】【華天科技】【通富微電】、乃至EMS廠商【深科技】、被動元件，PCB產業鏈都受益頗豐。而縱觀全產業鏈，封測是具有較強業績確定性且紮根大陸，具有優質投資標的的板塊。因此本周我們研究挖礦機為大陸市場帶來封測訂單的測算，我們中性預計下2018年有60億人民幣的市場規模，將為相關公司預計帶來較高成長。更為深遠的意義在於，通過大陸挖礦芯片公司的崛起，我們應該重新審視大陸半導體產業鏈所處的市場地位。根據芯謀研究的數據，大陸礦機龍頭【比特大陸】已經成為僅次於海思的第二大芯片Fabless廠商，且是【台積電】的重要客戶，背後的深意在於大陸芯片設計正如同其他領域一樣崛起，尤其人工智能領域有實現彎道超車的可能性，再用傳統眼光審視大陸半導體產業鏈相信未來幾年將會越來越不合時宜。

比特幣挖礦算力指數級增長，ASIC芯片異軍突起。比特幣的“算力-難度”平衡機制導致挖礦的競爭等同於算力占比的競爭，比例競爭的特性導致了算力的增長沒有理論上限，只要比特幣價格尚有利潤空間，就可以一直增長下去。在以上機制和比特幣漲價的共同作用下，比特幣全網算力在2011年—2017年間的年增長率分別為72倍/33倍/432倍/35倍/2.3倍/3.2倍/6.5倍，其中2012年前的高速增長主要由顯卡挖礦熱潮驅動，而2013年的跨數量級增長則是由於挖礦專用ASIC芯片在當年下半年投入了市場。

風險提示：本報告僅分析挖礦機芯片市場，不評價比特幣投資價值，不構成比特幣等相關虛擬幣種投資建議。且市場預測在比特幣價格不出現較大暴跌做出，但考慮到政策監管趨嚴下，可能會對相關訂單需求產生影響。

傳媒：傳媒行業2017年報前瞻：行業高增長，體育、遊戲、內容增速亮眼，堅定推薦行業龍頭及低估值超跌個股。

截至1月27日，傳媒板塊已有83家公司披露了2017年業績預告，占板塊總公司數的4成。目前已披露業績公司的2017年淨利潤同比增速為30.59%。

從細分板塊來看，當前公佈數據下，體育板塊由於基數低，淨利潤增速最高，同比+65.6%。遊戲動漫板塊整體增長亮眼，淨利潤同比+59.7%，維持了2017年前三季度的高增長趨勢；第三為互聯網板塊，淨利潤同比+37.1%。此外，內容板塊目前淨利潤同比+22.9%，由於影視劇公司多在第四季度確認收入，因此業績較三季報數據有明顯提升；營銷板塊受分眾傳媒的強勁表現拉動，淨利潤同比+20.1%。傳統媒體淨利潤同比0.8%，基本維持不變。教育板塊淨利潤同比-2.9%，主要由於中國高科去年投資收益影響較大，若剔除中國高科影響，教育板塊淨利潤增速可達26.8%。

傳媒板塊整體業績維持高增長，目前板塊經歷了兩年的調整後，高估值風險已經得到充分釋放，目前板塊在低位有所反彈。我們認為，在“消費升級”大背景下，文化傳媒值得重點關注。推薦業績增速較快、估值較低的遊戲台塊龍頭標的：完美世界、遊族網絡、三七互娛，以及各細分領域龍頭標的：影視：光線傳媒、華誼兄弟、慈文傳媒；營銷：分眾傳媒；體育：當代明誠；教育：威創股份、百洋股份。

風險提示：傳媒行業公司定增解禁風險，個股業績增速不及預期風險。

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。