

策略

新三板創新層 2017 年報前瞻

創新層公司需遵循信息披露新規。根據股轉公司2017年12月發佈的掛牌公司信息披露新規，在目前的1316家創新層公司中，有705家需要披露業績預告。截止2018年3月5日，共有671家公司按規定公告業績，34家未披露。

671家創新層公司收入增長18%，歸母淨利潤增長3%。已披露業績預告的創新層公司是671家，佔創新層公司數量的51%。根據已披露的業績數據，這671家公司2017年收入同比增長17.91%，歸屬母公司淨利潤同比增長3.17%，低於2016年整體增速。

收入方面，除公用事業之外，其餘行業收入均同比增長。歸母淨利潤方面，零售業實現扭虧，電信、交運、保險等行業增速較快；醫藥、硬件、軟件、消費品、食品飲料的行業歸母淨利潤同比下滑。

671家企業中，76%企業收入同比增長，57%企業歸母淨利潤同比增長。671家創新層公司平均收入規模4億，歸母淨利潤規模0.3億。在671家企業中，有512家收入同比增長，佔比76.3%；其中104家企業收入增速超50%，佔比15.5%。此外，有381家企業歸母淨利潤同比增長，佔比56.8%；其中129家企業歸母淨利潤增速超50%，佔比19.2%。

由於尚有約50%的創新層公司並未公佈年報數據，我們不能據上述數據去簡單判斷某個行業或者整體創新層2017年收入和歸母淨利潤增速情況，待4月底年報公佈結束我們將再做詳細統計。

風險提示：新三板目前流動性相對較低。

原油期貨作用與影響分析

交易制度的主要特點。根據中國人民銀行2015年7月20日發佈的《做好境內原油期貨交易跨境結算管理工作》和上海國際能源交易中心原油期貨標準合約，原油期貨交易市場有著國際平台、淨價交易、保稅交割、人民幣計價等特點。國際平台是指交易、交割和結算環節國際化。淨價交易，即計價為不含關稅、增值稅的淨價。保稅交割就是依託保稅油庫，進行實物交割。人民幣計價，即採用人民幣進行交易、交割，同時接受美元等外匯資金作為保證金使用，方便境外投資者參與交易。

風險控制制度。上海國際能源交易中心通過客戶准入門檻的規定、單向大邊規則和多樣化的交易保證率對期貨市場的風險進行控制。客戶開戶適當性制度對交易者的投資經驗、誠信記錄、風險承受

能力等作出了適當的要求。單向大邊規則主要是單向大邊保證金制度和強行平倉規則，同時，能源中心根據期貨合約上市運行的不同階段制定不同的交易保證金收取標準。

投資策略之基本面分析。全球經濟復蘇，原油消費量回升，但OPEC不再一家獨大，供給博弈增加。全球範圍的經濟復蘇正在持續鞏固。此輪經濟增長基礎廣泛，特別是歐洲和亞洲地區的增長更是顯著。石油消費量在未來幾年會穩步提升。隨著非OPEC 產油國原油產量的增長、替代能源和衍生品市場的發展，OPEC對油價的控制力不斷下降。特別是2013年開始，美國葉岩油氣開採技術取得重大突破，葉岩油氣產量急劇增加。出於經濟發展的需要和美洲地區的油氣大發現，美國能源戰略發生轉變，從對戰略庫存的過度保護轉而追求能源獨立，對原油的定價權從對中東進行金融和軍事的挾制轉為對供給層面施加影響。因此，未來原油價格的走勢將主要由OPEC國家、部分非OPEC產油國（主要是俄羅斯）和美國在供給層面的博弈決定。由此看來，未來油價很難演繹14年之前超過100美元/桶的盛況，太高會刺激葉岩油增產，過低則影響中東地區的穩定，從而影響到中東產油的供給。

投資策略之週期分析。從經濟週期的角度來看，此輪經濟復蘇基礎廣泛，有利於大宗商品價格的上升。美國的稅改和基建投資勢必會促進投資水平的提升，利好大宗商品。而美國步入加息通道和近幾個月公佈的CPI數據，也對債券和現金施加壓力。中國17年良好的經濟增速，特別是外需的增加，而CPI和PPI還運行在合理的區間，或在18年帶動投資增加，同樣利好大宗商品。

投資策略之資金面分析。投資者在市場初建對原油期貨高漲的情緒和政策優惠同樣利好原油期貨，長期取決市場上多空力量的博弈。決定期貨價格的不僅是它的商品屬性，也有它的金融屬性，影響原油期貨價格的不僅有現貨價格，也有各類投資基金的炒作、投資者情緒、美元、匯率、利率以及資金流動性。

風險提示。原油期貨的上市涉及匯率風險、政策風險以及進程的不確定風險。

金融工程

宏觀對沖研究之三——宏觀動量策略在全球股票市場中的實證

宏觀動量策略是一種以經濟理論為基礎的系統化投資策略，區別於趨勢跟蹤策略只使用資產的價量數據，宏觀動量策略採用宏觀基本面數據產生交易信號，與傳統資產類別、趨勢跟蹤策略和其他風格溢價策略均具有較好的互補性。本文作為宏觀對沖系列研究的第三篇，進一步深入研究了宏觀動量策略在全球股票市場中的實證表現以及在中國市場中的應用。

全球宏觀動量組合構建。本文選取了24個國家的股票指數作為標的資產，並選取了五種影響標的資產價格的宏觀變量（經濟增長、通貨膨脹、國際貿易、貨幣政策、風險情緒），根據宏觀變量與標的資產價格的關係構建交易信號。再分別根據截面上和時間序列上宏觀經濟變量的表現，計算多空得分和定向得分。最終，根據定向得分劃分買入資產池和賣出資產池，根據多空得分進行資產池內資產的選擇，構建宏觀動量組合。

宏觀動量組合表現。2001/1-2018/1，以月度為頻率，等權持有策略年化收益為6.59%，夏普比率為0.36，最大回撤為63.77%；宏觀動量多頭策略年化收益為8.05%，夏普比率為0.39，最大回撤為61.10%，顯著優於等權做多策略；宏觀動量多空策略年化收益為8.59%，夏普比為0.94，最大回撤為11.75%，顯著優於其他兩個策略。

宏觀動量組合在中國股票市場上的擇時應用。根據中國是否被納入宏觀動量多空組合以及信號方向可以構建中國股票市場擇時信號，Wind全A指數長期持有策略年化收益為6.56%，夏普比為0.22，最大回撤為68.61%，勝率為55.39%，盈虧比為1.21；基於全球宏觀動量組合的多頭擇時策略年化收益為8.33%，夏普比為0.46，最大回撤為43.38%，勝率為66.15%，盈虧比為2.08。相較長期持有策略提升顯著。

國內宏觀動量四因素策略表現。進一步篩選國內宏觀變量指標，選取OECD綜合領先指標、PPI同比、CFETS人民幣匯率指數、Wind全A超額收益構建宏觀動量四因素擇時信號，多頭擇時策略年化收益為25.40%，夏普比為1.19，最大回撤為29.74%，勝率為76.36%，收益回撤比為0.85；多空擇時策略年化收益為28.49%，夏普比為1.04，最大回撤為30.09%，勝率為67.71%，收益回撤比為0.95。均較長期持有策略提升顯著。

風險提示。市場系統性風險、模型失效風險、海外與國內市場結構差異風險。

夜空中最亮的星——2017年特色產品以及基金公司篇

2017年產品發行趨勢：2017年產品認購熱度較2016年下降，在產品趨勢方面：FOF閃亮登場；港股概念基金受到追捧；主動量化產品延續發行熱潮；債券指數型產品大量佈局。

2017年基金公司新趨勢：（1）、行業重新洗牌：2017年底規模排名前十的基金公司相較於2016年底排名變化較大，易方達基金、華夏基金、中銀基金、匯添富基金和廣發基金的排名均有所上升；（2）、業績優異公司規模快速擴張：主動權益基金規模增量與基金公司管理業績相關度高，固定收益型基金規模受產品特性和機構資源影響較大；（3）、新基金公司大量獲批，形式更多元化；（4）、員工股權激勵繼續推進。

風險提示：本報告基於基金歷史數據進行的客觀分析點評，涉及的基金以及基金公司均不構成投資建議。

行業研究

傳媒：教育行業新機遇系列之四：抽絲剝繭，探尋民辦學校成長真諦

結論：我們認為優質民辦學校將迎來量價齊升時代。

1) “量”層面，民辦學校發展前景廣闊，品牌化、多樣化、集團化發展趨勢明顯：目前人們對教育的需求從“有學上”變為“上好學”，對品牌化、個性化教育需求愈發強烈，為優質民辦教育發展提供廣闊空間。目前民辦學校仍處於多個單體校並立，區域集團化探索的初期階段。上市公司有

望借力資本，通過提升教學品質，精細化管理，構築護城河，突破地區壁壘、提高市場佔有率，形成大型教育集團，從而獲得學校數量，學生數量增長。

2) “價”層面，擁有優質教育內容的學校將享有更高的品牌溢價：新民促法實施後，選擇登記為營利性的高中和幼兒園對於自身的收費標準有望享有定價自主權，按照市場需求和辦學品質定價。我們預計民辦教育市場活力有望激發，民辦教師工資增長，學校硬件投入更新等辦學成本增加將倒逼學費增長，與此同時，擁有優質教育內容的學校將享有更高的品牌溢價，獲得更大的市場和更高的利潤率水平。

風險提示：市場競爭風險，業務來源地域相對集中風險等。

機械工業：1-2月挖機銷量符合預期，看好中後週期混凝土機械景氣度接力

1-2月挖機銷量21800台，同比增速14%。根據工程機械協會統計數據，18年1-2月挖機行業合計銷售21800台，同比增長14%。其中出口合計約2524台，同比增長108%。由於春節放假影響，2月行業銷售11113台，同比下滑24%，但出口增長依然穩健。我們認為1-2月的挖機合計銷量依然體現了行業較強的韌性，3月是工程機械傳統銷售旺季，我們看好3月的挖機銷量。同時，往後看，我們認為工程機械後週期的混凝土機械、塔吊等也有可能出現接力挖機旺銷的情況，2Q18看多工程機械中後週期品種；

中大挖增速依舊強勁，工程機械中後段景氣度提升。國內挖機銷售市場中，大挖（30t以上）/中控（20-30t）/小挖（20t以下）1-2月分別銷售3473台/4849台/10948台，同比增速分別為62%/31%/-9%。我們認為，中大挖表現更優體現了資源品與地產景氣度在18年仍然具備延續性。塔吊服務龍頭龐源租賃3月5日公佈的新單指數依然維持高位。因此，我們認為工程機械景氣度正從前端的挖機向中後端的塔吊和混凝土傳導；

3月挖機有望衝量，工程機械中後週期有望接力。從歷史數據看，1季度都是挖機銷量高峰，我們認為3月行業存在配合提價的促銷可能，我們看好國產挖機龍頭三一重工繼續提高市場份額。工程機械的進場順序一般為土方（挖掘機）、旋挖鑽、工業起重機、混凝土/塔吊。如果1Q18挖機銷量維持較好增長，我們認為2Q18工程機械中後週期（混凝土機械和塔吊）的景氣度有望接力前週期的挖機景氣度；

風險提示。固定資產投資放緩、信貸政策收緊、潛在的貿易保護主義。

航空航天與國防：2018年我國國防支出增速8.1%，為裝備採購與軍隊轉型提供穩健支撐

財政部公佈2018年我國國防支出將增長8.1%，達到11069.51億元人民幣。2008-2015年期間我國軍費支出保持兩位數的增速，2016年與2017年我國國防軍費增速分別為7.6%與7%，2017年軍費支出達到1.02萬億元。本次軍費增速達到8.1%超市場預期，對應約830億元增量。

我們認為當前我國周邊地緣局勢依然緊張，此外習總書記在十九大報告中提到“力爭到2035年基本實現國防和軍隊現代化，到本世紀中葉把人民軍隊全面建成世界一流軍隊”，因此我們認為當前國防投入適度穩健地加大與我國國家現代化與軍隊建設現狀相適應。

據軍事科學院研究員陳舟介紹，國防費用投向投量的重點是優化武器裝備規模結構，發展新型武器裝備。當前我國建設戰略空軍、深藍海軍、機械化信息化新型陸軍，新一代戰機、大型艦船、信息化戰車等新武器不斷列裝入役。考慮到一般裝備採購的軍費佔比約1/3，因此我們測算裝備採購對應約277億元採購增量。軍費穩健增長將持續為我國武器裝備建設與軍隊轉型提供支撐。

風險提示。軍品採購訂單波動、新品研發不及預期。

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。