

## 宏觀

## 股權投資基金：創新企業背後的推手！——“新經濟”研究系列之一

股權投資基金，創新企業推手。增長動能切換，融資結構調整。人口紅利和資本投資曾拉動了我國經濟的高速增長，但目前均顯得動力不足。與舊動能拉動經濟模式相伴隨的是我國債務率水平的提高，在防範化解重大風險攻堅戰居首的背景下，杠杆率易降難升。創新成為驅動發展的新引擎，而經濟轉型也將帶來融資結構的調整。股權投資基金，創新企業推手。我們對比美、日微觀企業數據發現，資本市場是培育創新企業的搖籃。而股權投資基金被認為是其背後的重要推手，美國幾乎所有的創新型企業，都有PE、VC等股權投資基金的影子。那麼，國外股權投資基金對創新企業的成功支持，其中有何秘訣？

運作三大環節，發展有何秘訣？基金由入到出，資金循環流動。股權投資基金運作流程形成籌資、投資和退出的完整閉環，其成功發展必然是打通了流程的各個環節。籌資：尋找長期穩定資金。股權投資基金規模擴大主要緣於養老金計劃或政府資金的支持。1979年美國准許養老金計劃投資於風險投資公司，美國股權投資基金終成氣候，當前養老金計劃仍是支持美國股權投資基金發展的中流砥柱。以色列則是通過政府資金引導，實現股權投資基金由弱到強。由政府推出的YOZMA基金帶動以色列股權投資基金在1990-2000年的十年裡擴充60倍。投資：投向新興產業，重視商務服務。投向高科技，擁抱新產業。投資環節的關鍵在於把握好項目投向。早期美國SBICs計劃的不盡人意，就緣於其並沒有將資金投給新企業。16年美國股權基金投資額中，IT和生物醫療行業合計占比高達73%，可見其對新興產業和高科技行業的支持力度。歐洲則同美國類似，IT和生物醫療在歐美發達國家不約而同地成為受股權投資基金青睞的行業。商務服務發達，支持投資決策。股權投資基金也需得到服務機構的支持。發達國家服務業發展成熟，為其提供的配套完善，16年專業商業服務在美國服務業增加值中占比接近20%。退出：資本市場發達，稅收優惠吸引。IPO和股權出售轉讓是退出的兩種主流方式。退出回報豐厚，資本市場發達。16年美國股權投資基金IPO退出方式回報倍數中位數2.4，股權出售轉讓形式高達7.5。不論哪種退出方式，若要實現豐厚回報，都離不開高度發達資本市場的支持。美國市場層次和深度建設就非常完善。國內發展有限，謀求海外出路。而像以色列在國內資本市場發展有限的情況下，就要謀求海外上市，比如Yozma基金在1993-2008年，在以色列國內IPO數量只有在美的十分之一。稅收優惠配合，提高投資收益。為了促進股權投資基金的發展，發達國家也曾通過出臺稅收優惠政策的方式，來提高股權投資基金的退出收益。

我國的優勢與短板。優勢：政府大手筆，主攻高科技。股權投資基金在我國初具規模，其中兩方面表現尤為突出：一是政府大規模資金投入；二是投向上主攻高新科技產業。目前我國股權投資基金在培育獨角獸企業方面已取得一定成績。短板：重視服務發展，完善資本市場。當然，我國與發達國家仍存在一定的差距：首先，我國商務服務業的發展仍有很大的提升空間。16年我國租賃業和商

務服務業兩者合計增加值占服務業比重剛過5%，而美國僅商務服務業一項占比就達18%；其次，我國的資本市場建設仍需從制度上加強對於創新企業的上市支持，並且，有必要進一步完善股權轉讓的二級市場。最後，適當的稅收優惠能夠提高股權投資基金的吸引力。股權投資基金，助力創新發展。美國股權投資基金與創新企業就是共生共榮，隨著我國資本市場建設完善，股權投資基金將在培育創新動能上發揮更大作用。

## 策略

### 周度資金流向點評

(1) 預計最新一周資金入市合計約淨流入45億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流入45億元，而前一周資金淨流入78億元。其中銀證轉帳2017年6月第3周流出淨額677億元，後續未再公佈該數據；融資餘額減少82億元；公募基金新發行52億元；滬股通規模增加91億元；深股通規模增加55億元。

(2) 市場情緒上升。上周年化換手率為195%，前一周183%，07年高點1658%；上周成交量均值為356.19億股，前一周為333.52億股；融資交易占比8.18%，前一周7.92%，歷史高點為19.5%，市場情緒上升。

(3) 融資融券市場看多情緒下降。截止上週五，個股口徑加總的股票融資餘額為8784億元，股票融券餘額為31億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為2.75%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到16.34%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為75.07%，較前一周下降，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.26%，較前一周下降。一周融資買入1879億元，較前一周上升，融券賣出33億元，較前一周上升。股票融資融券市場總淨買入額（淨融資買入額-淨融券賣出額）為-94億元，前一周總淨買入額5億元。

(4) 產業資本二級市場淨減持5.82億元。根據WIND統計，截止4月20日當周產業資本在二級市場淨減持5.82億元。其中，主板淨減持2.21億元，中小板淨減持2.74億元，創業板淨減持0.87億元。從行業來看，商貿零售增持力度最強，為0.97億元；建築減持力度最強，為2.91億元。從個股來看，茂業商業增持力度最強，約0.5億元，中設集團減持力度最強，約2.91億元。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

## 行業研究

### 農業：行業缺乏板塊性機會，梳理各子行業基本面情況

我們對各個子行業基本面進行了梳理，供投資者參考：

畜養殖：當前生豬價格仍在底部區域震盪運行，並未出現明顯企穩回升態勢。從一季度各大上市農牧公司公告的生豬銷售量判斷，大型養殖集團的擴張步伐並未放緩。短期消費端的低迷和供給端的

寬鬆局面造成了豬價持續運行在低位，對於養殖場而言，我們判斷今年3月、4月將出現連續兩個月的行業性虧損，5月份由於冬季仔豬成活率較低，整體生豬供應壓力有望減弱，豬價或將迎來止跌回升。

禽養殖：以年度的角度看，我們認為今年禽產業鏈景氣度回升非常明確。供給角度，祖代雞引種量自2015年以來持續處於低位，我們預計2018年祖代雞更新量約70萬套。從短期產能指標看，父母代在產存欄量處於1300~1400萬套的相對低位水平，祖代在產存欄量則處於近3年來的絕對低位，父母代雞苗銷量雖然近期有所回升，但仍處於歷史中游水平。需求角度，我們判斷需求大概率會好轉。按照在產祖代種雞存欄量進行推算，三季度（7-9月份）的毛雞出欄量位於全年最低位，因此我們預計5月份開始禽鏈將迎來景氣行情，並於第三季度達到年內高位。

飼料：一季度由於原料價格的上漲導致下游養殖戶的囤貨行為，多數飼料企業的飼料業務有望實現較快的增長；二季度由於豬價低迷，或將對豬料銷售形成一定影響；全年來看，飼料企業的業績將取決於每家企業各自的市場競爭力，我們預計養豬業務占比較小的飼料企業仍將會有穩定表現。個股方面，我們仍重點推薦行業龍頭海大集團、通威股份、禾豐牧業。

動物疫苗：在豬價下行的環境中，部分中小養殖戶可能會減少口蹄疫市場苗的購買，這在邊際上會帶給擁有口蹄疫市場苗業務的企業一定程度的不利影響，其中生物股份由於市場苗的存量規模較大，我們預計一季度公司銷量的同比增幅可能有所收窄；中牧股份由於去年收入基數較小，有望延續高增。但是中長期來看，大型養殖集團的規模擴張持續進行，這些養殖主體穩步增長的防疫需求仍將推動口蹄疫市場苗行業規模的確定性增長，生物股份、中牧股份等龍頭企業將直接收益。

種子：一季度玉米種植戶購種延遲，市場上新品種的增加導致競爭更加激烈，登海種業一季報業績預告大幅下滑正是市場疲弱的直接證明；二季度市場有望如期啟動，各大品種的銷售進展值得持續跟蹤。隆平高科中長期戰略清晰，存量業務有望持續快速增長，外延發展在並購聯創種業之後，或將陸續有新的項目落地。展望全年，我們預計公司在2018年將會有多個新品種面世，市場份額有望持續提升，目前公司估值回歸到歷史中位水平，值得重點關注。

風險提示：農產品價格大幅下滑。

### **傳媒：2018 年Q1 手遊數據點評——增速環比回暖，存量格局下頭部效應依然凸顯**

春節效應帶動下，2018年Q1國內手遊市場規模309.5億元，增速環比回升。根據伽馬數據，2018年Q1中國手游市場規模為309.5億元（同比+12.5%，環比+5.1%），同比增速和去年Q1~Q4季度增速相比有所放緩。2017年整體遊戲市場規模已達到1162億元，手游占比達57%，由此可見手遊市場規模的基數已高，我們判斷行業人口紅利接近尾聲，行業門檻提高使得供給端有縮減趨勢，整體手遊行業也正進入存量格局。2018年Q1環比增速有所回升，我們判斷主要來自於一季度春節假期充值高峰及新遊的出色表現所致。

從產品角度來看，Q1經典老遊戲依然吸金，IP新遊和細分垂直品類表現亮眼。Q1手遊老產品仍表現出極強的吸金能力，根據APP ANNIE數據，騰訊的《王者榮耀》1~3月仍位居國內手遊收入榜首位，伽馬數據預測其Q1季度流水超40億。

大DAU產品構成穩健第一梯隊，“IP+買量+細分”成為第二梯隊探索方向。Q1最賺錢的遊戲仍在騰訊旗下，根據伽馬數據，除《王者榮耀》之外，《QQ飛車》也以一季度20億+流水穩居收入第二，此外包括3月中旬上線的《QQ炫舞》，年初上線的兩款吃雞類手遊（下載量優異且具備極強變現潛力）

《絕地求生：刺激戰場》、《絕地求生：全軍出擊》等，這些競技類產品共同特點為具備大DAU屬性，充分發揮騰訊流量平臺、社交優勢，影響力極強，常年佔據第一梯隊；第二梯隊的遊戲廠商同樣在持續推出經典IP改編產品，通過騰訊獨代或買量等方式進行遊戲運營，與大DAU模式不同，這類產品走高ARPU值路線，同樣能夠取到良好效果，當前市場對手遊質量的要求不斷提升，製作門檻相應提升，只有真正的精品才能獲得持續穩健的收入。在人口紅利消失，產品同質化的背景下，越來越多的廠商開始佈局細分遊戲品類，且初獲成功，包括二次元、獨立遊戲等，該細分品類有望以創新的玩法和內容吸引更多年輕、女性用戶。

存量結構下行業集中度進一步提升，頭部效應顯著。我們統計騰訊網易的手遊市占率從2015年Q1的54%提升至2017年Q4的76%，可見二者是手遊行業的絕對龍頭，行業集中度已達較高水平，伽馬數據預測二者2018年Q1市占率接近80%，仍小幅提升。觀察Q1產品排名可以看出，騰訊網易產品長期佔據排行榜前列，TOP20產品中數量占比達75%，月度榜單產品較為穩定，每月均有新產品上榜，二線公司重點新遊戲上線也能夠擠入前20；騰訊網易之外，二線公司也呈現集中度提升趨勢。我們認為當前手遊市場已趨於成熟，若從Q1市場規模占全年比重來推測，2018年手遊增速將繼續放緩，行業整體已呈存量結構特徵，在此背景下資源和份額進一步向頭部集中，龍頭公司“強者恒強”。

風險提示：產品上線延期；產品不及預期，營銷成本上升過快，政策風險。

### 食品：五糧液定增完成提振高端白酒板塊投資信心

五糧液近期增發股份上市，一方面綁定了高管，員工，經銷商和投資者多方利益。二是化解了投資者擔心增發不通過的風險，我們認為對於公司和白酒板塊都有積極影響。短期看，市場風格多元化，估值較合理，有成長或者事件驅動的標的表現較好。中期看，截至4月20日貴州茅臺、五糧液2018年PE分別為23.43倍、22.40倍，PEG分別為0.72、0.71（估值來自Wind一致預測），高端白酒增長動力仍較強。同時，我們認為中國啤酒行業正在經歷歷史性大拐點，龍頭公司過去兩年經歷了集體升級產品、集體去產能、集體提價三大重要變化，預計未來均價上升、費率下降、折舊減少將持續大幅推升行業盈利。重點推薦高端白酒和啤酒兩個子行業，推薦關注食品板塊各子行業龍頭改革創新。

風險提示：經濟增速大幅下滑；食品安全問題。

### 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。