

2018年5月10日

銷售部 - 投資策略

宏觀

研發空間巨大，助力創新成長！

新舊動能換檔，研發納入GDP。工業化時代，我國經濟高速增長依賴於勞動力和資本等要素的規模擴張，但隨著工業化步入尾聲，拉動經濟的舊動能疲態已現。但經濟並未因舊動能放緩而失速下滑，增長動能正在從勞動力和資本向創新切換。經濟動能的切換，要求經濟核算作出相應調整。國家統計局在16年對研發支出的核算方法進行改革，研發支出核算由費用化轉向資本化，研發支出計入國內生產總值。

研發支出高增，投入強度穩步上升。過去20多年間，中國研發支出保持高速增長，17年研發支出規模已經達到1.75萬億元，而研發投入強度（研發支出/GDP）已升至2.12%，已超過歐盟，但仍不及日美德等創新強國。對比中美兩國研發支出結構，均是企業佔據主導，但美國高校研發佔比遠高於中國，這導致我國基礎研究領域投入的不足。

三大產業領跑：電子、醫藥、裝備製造。從規模以上工業企業情況來看，研發投入強度較高的行業分佈在電子、醫藥和裝備製造業。但與美國相比，我國各行業研發投入強度仍有很大的提升空間：15年美國製造業平均研發投入強度高達4.4%，而16年我國製造業研發投入強度也只有1%左右。創新企業已成氣候，華為一枝獨秀。根據歐盟公佈的16-17年全球前2500家研發投入企業排行榜，我國上榜企業數量僅次於美國位居第二，可見高研發企業在數量上已成氣候。但中國企業研發支出規模普遍偏低、鮮有超過20億歐元，平均研發投入強度為4%，在各國中僅處中等水平，與美國企業平均12.4%的研發投入強度相比仍有較大距離。代表性企業中，中國僅華為一家公司以超過100億歐元的研發支出規模進入榜單前10。

經濟影響初步顯現，研發投入空間巨大。研發對經濟影響主要體現在：一是支撐經濟，過去十年，研發支出計入GDP影響實際增速約0.05個百分點；二是創造就業，15年我國研發人員佔就業比重僅0.7%，遠低於同期日本的1.7%，而日本經驗表明，中國研發吸納的就業尚有廣闊空間；三是提升企業盈利；13年以來我國高技術產業利潤率反超工業整體，16年高技術產業利潤率6.7%，較工業企業高出0.5個百分點。從研發經費支出和人力資本投入兩方面看，未來研發有望保持較高增速。

一方面，當前我國研發投入強度相當於美國60年代初以及日本80年代初水平，正處於研發投入高速增長時期的中游，未來提高空間巨大。另一方面，高校畢業生帶來的人力資本紅利為研發提供了強勁動力。因而，未來創新發展的良好局面值得期待！

策略

2017 年新三板整體增速回暖

新三板掛牌增速繼續下滑，終止掛牌公司增多。截止到2018年5月8日，新三板共有掛牌企業11358家，其中創新層1264家。隨著基數的變大以及投資熱情的減弱，目前新三板掛牌公司數量的增長較前兩年大幅下降，2018以來共有325家公司終止掛牌。

2017年新三板整體收入、歸母淨利潤分別增長21%、17%。2017年新三板整體收入19925.93億元，同比增長20.81%；整體歸母淨利潤1158.01億元，同比增長17.45%。71%的企業收入同比增長，50%企業歸母淨利潤同比增長。細分行業來看，除了多元金融、硬件與設備、食品飲料、公用事業四個板塊的歸母淨利潤增速下滑，其他板塊歸母淨利潤均實現了增長。

創新層企業收入和歸母淨利潤增速略低於基礎層。2017年創新層企業整體收入5775.35億元，佔整體新三板收入的28.98%，同比增長18.92%；整體歸母淨利潤391.70億元，佔整體新三板的33.83%，同比增長12.41%。基礎層企業2017年整體收入14150.57億元，同比增長21.60%；整體歸母淨利潤766.31億元，同比增長20.21%。

新三板整體收入規模是創業板的1.8倍，創新層企業的平均規模較創業板仍有較大差距。創新層平均收入規模4.56億元，平均淨利潤規模3099萬元；而同期創業板公司收入、利潤平均規模分別為15.13億、1.15億元。創新層企業平均收入規模是創業板的30%，利潤規模是創業板的27%。目前新三板僅有46家企業能達到創業板公司的平均收入利潤水平。

新三板經營性現金流情況好於2016年。2017年新三板整體經營活動產生的現金流量淨額578.57億元，同比增長28.27%。新三板整體現金流情況好於2016年（2016年經營性現金流同比下滑47%），並且好於同期創業板現金流情況（-21.50%）。

風險提示：新三板目前流動性相對較低。

金融工程

機構調研事件的超額收益

通過上市公司的投資者調研公告，可以獲知機構投資者的調研信息。統計發現，A股的機構調研事件以特定對象調研為主；參與調研的機構投資者集中在5家以內；多數調研公告會在調研事件發生後的一周內公告。

研究發現，機構投資者傾向於調研大市值，前期具有高漲幅、高換手、高波動的活躍股票。這些因素都會對股票未來收益產生顯著影響，因此在分析機構調研事件對股票收益影響時，需要加以控制。通過截面回歸模型，我們發現，在控制了常見選股因素的影響後，機構調研股票仍然具有不能被解釋的超額收益。截面溢價的月勝率為65%，月均值為0.30%，信息比率為1.34。

比較發現，相比機構調研，分析師推薦具有更高的股票覆蓋數量與截面溢價。但機構調研事件的超額收益，仍然獨立於分析師推薦事件，在組合構建中兩者能夠形成互補效應。

風險提示：歷史統計規律失效。

固定收益

揭開ABS 市場的面紗——資產證券化系列研究之一

國內ABS市場掃描。本文是我們對ABS市場系列研究的首篇，全面梳理了國內ABS市場的現狀與發展、收益與風險。國內資產證券化產品主要有銀保監會主管的信貸ABS、證監會主管的企業ABS、交易商協會資產支持票據（ABN），還有少量的保險機構資產支持計劃。截至目前，資產證券化產品體量已達1.9萬億，其中企業ABS有1.14萬億，信貸ABS有0.69萬億。信貸ABS基礎資產主要是各類貸款，其中企業貸款佔比最大，汽車貸款、個人住房抵押貸款也比較常見，大行和股份行是主要的發行人。企業ABS產品基礎資產主要有小額貸款、應收賬款、租賃資金、信託受益權等。資產支持票據基礎資產主要為租賃債權、票據收益和應收債權。

監管環境利好ABS的發展。1. 資產證券化業務被排除在資管新規外。資管新規後，短期限理財產品通過資金池投資長久期非標的路被堵死，理財投資非標難度加大。但資產證券化業務被排除在資管新規之外，為非標轉標提供了可行的途徑，未來發展必將加速。2. 從銀行信貸ABS的角度而言，監管下資金有回表需求，面臨資本金和信貸額度有限的問題，資產證券化可助銀行騰挪信貸空間。以往銀行騰挪信貸空間方式包括銀行間代持、信託或券商通道、發行ABS、銀登中心掛牌轉讓，但監管趨嚴令部分灰色方式難成行，信貸ABS和銀登中心掛牌轉讓目前是相對可行的方法。3. 從企業ABS角度看，當前融資環境偏緊，企業通過發行ABS讓渡存量債權/收益權資產，得以將存量資產變現，獲得原有的信貸和債券融資之外的融資渠道。

各類機構投資ABS產品的機會與風險。1. 銀行自營投資ABS仍有高性價比。銀行自營資金投資ABS最低可只計提20%的風險權重，性價比較高；5月4日《商業銀行大額風險暴露管理辦法》正式公佈，要求銀行投資ABS時需要穿透到底層資產計算風險暴露，但相比於徵求意見稿大幅放鬆了匿名客戶口徑。2. 理財接次級模式被監管。4號文發佈後，通過理財接次級實現出表的模式受到監管，信貸ABS次級的非市場化處置變得困難。目前銀行自營和理財是銀行間信貸ABS的主要投資者，短期內理財投資的限制對信貸ABS需求衝擊較大。但隨著ABS市場的發展，已經出現了不少風險偏好高、有投資次級檔需求的機構投資者，比如一些私募、專戶、自營類賬戶，未來次級檔真實出售的情況會越來越多。3. 基金投資ABS的需求漸起。公募基金目前並非ABS市場的主要參與方。18年一季度末只有277只公募基金投資了資產證券化產品，主要來自中長期純債型基金，貨幣基金也有少量投資短久期ABS優先檔的需求。持倉比例也普遍較低，離監管限制比例還很遠，未來有非常大的配置空間。4. 其他ABS市場的參與者。券商資管賬戶主要投資企業ABS，是交易所市場的重要參與者。信託、券商自營投資ABS的規模還比較低，年初《保險資金運用管理辦法》擴大了保險資金可投資的產品範圍，可以投資標準化ABS產品，未來需求有望增加。

ABS的收益率是否有優勢？1. ABS溢價有多高？資產證券化產品利率主要依託市場利率，與一般信用債收益率走勢高度一致。企業ABS發行利差明顯高於信貸ABS，18年以來企業ABS與中票利差平均為

126BP；信貸ABS僅為36BP。2. ABS流動性提升，利差趨於縮窄。ABS的溢價一方面來源於底層基礎資產的信用風險，還來源於流動性補償。隨著發行量的快速增加，ABS二級市場的活躍度逐步提升，流動性溢價不斷縮小，從年度均值來看，企業ABS與中票利差在15年平均為188BP，16年縮窄到138BP，17年為102BP，整體利差呈現縮窄趨勢。目前ABS產品基礎資產質量相對較高，特別是信貸ABS資產池的違約率很低，具有較好的投資性價比。

ABS 投資應關注哪些風險？隨著市場的擴容和兌付壓力的攀升，ABS 信用風險或將逐漸暴露。據我們統計截至目前共有 7 起企業 ABS 遭遇過評級下調，均為企業 ABS，ABS 違約只發生了兩起。ABS 投資應關注哪些風險？（1）ABS 的信用主要基於基礎資產的質量而非發行主體，基礎資產分析尤為重要，包括資產池的分散度、關聯性、未來現金流的穩定性等，尤其是在現金流假設方面，要重視極端情境下現金流的壓力測試。（2）信用增級措施和證券結構設計。此外增信的具體效力也值得深究。

（3）關注提前償付或延後償付風險。基礎資產現金流的提前或延後會引起償付時間的不確定性，實踐中可以通過設置約束條件或者設計“計劃攤銷檔證券”確保特定證券在一定範圍內不受資產現金流變化的影響。（4）其他風險還包括交易中的資金混同風險、服務商和管理人風險等。

轉債正股 2017 和 2018Q1 業績總結及研發投入情況分析

從營業收入來看，79只轉債正股17年年報營業收入增速的中位數20.1%。其中有69只實現了營收正增長。而18Q1營業收入增速中位數16.4%，其中營收正增長的有64只。營業收入表現較好的有道氏技術、康泰生物、久其軟件等。而道氏技術、康泰生物、東方財富等18Q1營收增速相比17年年報出現明顯增長；嘉澳股份、大族激光、水晶光電等18Q1營收增速相比17年年報出現明顯下滑。

從利潤情況來看，79只轉債正股17年扣非後歸母淨利潤增速的中位數13.9%。其中有54只轉債正股實現扣非後歸母利潤正增長。而18Q1扣非後歸母淨利潤增速中位數19.7%，其中正增長的有54只。淨利潤情況表現較好的有康泰生物、巨化股份、贛鋒鋳業等。而道氏技術、東方財富等18Q1扣非後歸母淨利潤增速相比17年年報出現明顯上升；鐵漢生態、新時達、藍思科技等18Q1扣非後歸母淨利潤增速相比17年年報出現明顯下滑。

從行業表現來看，化工和電子行業17年的業績表現亮眼，但18Q1業績出現明顯回落。金融板塊中銀行、保險的業績整體好於券商；醫藥板塊17年和18Q1業績表現均不錯；汽車、電氣設備17年業績尚可，18Q1則出現回落。而傳媒、電腦18Q1業績表現亮眼，相比17年有較為明顯的改善。最後，公用事業18Q1業績不錯，建築、農業等業績一般，輕工、有色等轉債數量較少，業績表現則較好。

轉債正股研發投入情況分析

18年重視創新領域的轉債投資。一方面，18年供給側改革的政策主線或將轉向去杠杆和補短板，其中補短板就是彌補創新和效率的短板，自然利好創新能力強的成長型行業。另一方面，創新是企業長期成長的主要動力。今年以來，政府出臺了一系列利好創新的政策，18年也應該重視更加創新領域的轉債投資機會。

A股各行業研發投入情況統計。根據我們的統計，17年電腦行業研發投入佔營收佔比最高，中位數達到10.1%，是唯一超過10%的行業；其次是通信、國防、電子、機械、醫藥等。而從子行業的情況來

看，2017年研發投入佔營收比重較高的有電腦應用、電腦設備、半導體、互聯網傳媒等。整體上來說，研發投入較高的板塊基本以TMT、高端製造和醫藥為主。

從研發投入看轉債標的創新能力。1) 首先我們整理了轉債正股17年研發投入佔營業收入比重的數據，其中研發投入佔比最高的是浙數文化（25.59%），其次是鼎信通訊（13.94%）、萬達信息（12.58%）、久其軟件（12.34%）、寶信軟件（10.9%）等，基本仍以TMT行業為主。2) 其次，我們對創新企業的市盈率進行重估。考慮研發投入後的市盈率 $PE^* = \text{總市值} / (\text{淨利潤} + \text{費用化的研發投入})$ ，可以用該指標重估創新企業的估值水平，用以篩選估值較低的創新轉債標的。

研發投入較高的多為子行業龍頭。我們選取17年研發投入佔營收比重高於4%，且不低於子行業中位數，同時 PE^* 指標不高於子行業中位數的轉債標的，最終篩選出18只轉債標的。行業仍是以TMT、製藥、軍工等為主，其中像寶信軟件、大族激光、隆基股份、藍思科技、三一重工、東方雨虹、生益科技等，均是細分子行業的龍頭。因此也可以看出，優質的龍頭公司往往更加注重創新和研發的投入。

風險提示：基本面變化、股市波動、貨幣政策不達預期、價格和溢價率調整風險。

行業研究

建材：水泥延續高景氣，龍頭強者恆強

水泥：供給收縮驅動盈利持續走高，華東地區領跑。

行業景氣：需求增速逐季走低，供給收縮驅動盈利持續走高。2017~2018Q1水泥產量增速不斷下滑。得益於供給側改革大環境下環保、企業協同等因素限制供給，2017Q1~3價格高位維持，2017Q4因華東環保限產超預期爆發、旺季供需差導致景氣接近歷史高位，2018Q1採暖季限產執行力度不錯，景氣淡季強勢。分區域來看，景氣繼續“南強北弱”，2017Q4因環保限產的華東表現最強，2018年小旺季以來亦是領漲區域。

企業表現：龍頭繼續優於行業。2017年樣本企業水泥銷量合計約達10.1億噸，同比增2.9%（剔除華新水泥的收購並表貢獻，銷量預計同比略增1.0~1.3%），佔全國產量比重約43.8%；噸均價上行明顯。A股水泥企業利潤表：盈利大幅改善。水泥價格上漲帶動A股水泥企業營業收入增速提升，淨利潤大幅改善；海螺仍是板塊盈利貢獻的主要力量（17年、18Q1佔A股利潤比重分別達73.9%、86.3%）；毛利率提升，費用率穩中有降，盈利水平提升，其中海螺水泥2018Q1淨利率提升至26.1%的歷史較高水平。

A股水泥企業資產負債表：供給新增有限，負債率繼續下降。從固定資產、“在建工程/固定資產”指標來看，新增產能壓力不大；A股水泥企業負債率有所下降，海螺水泥、塔牌集團負債率偏低。

A股水泥企業現金流量表：經營現金流強勁，資本開支維持低位。

玻璃：供給超預期收縮致原片景氣走高。2017年11月中沙河因環保去產能超預期，2018年1月以來高盈利驅動產能溫和增加，後續供給減量需期待窯齡到期後的冷修進程。2017Q4供給超預期收縮驅動

價格景氣走高，2018Q1原片廠家挺價致淡季不淡。A股上市玻璃企業個體業務差異大，原片佔比較高的公司盈利持續強勢。

玻纖：基本面強勢，中國巨石持續領先。玻纖需求受益於國內結構改善、歐美經濟復蘇，行業供給新增有序，2017Q4~2018Q1行業庫存降至歷史低位，價格（尤其是大路貨）提漲勢頭較強。A股玻纖企業收入增速表現不錯，產品景氣結構性改善、成本下降等因素驅動盈利水平持續提升，中國巨石持續領先。

管材：塑料管道企業增長較為平穩。從收入增長穩定性、盈利穩定性來看偉星新材一枝獨秀，另一塑料管道龍頭永高股份2018Q1成本壓力有所緩解、盈利能力有所改善。

耐火材料：行業景氣有所好轉，魯陽節能表現突出。隨著下游玻璃、水泥、鋼鐵行業回暖，耐火材料板塊收入、淨利潤表現好轉，其中魯陽節能毛利率創新高。

其他建材：地產鏈、新材料龍頭增長表現不錯。2017年以來地產產業鏈需求總體環境不錯，同時企業為應對成本上行的提價持續執行，板塊收入、淨利潤增長表現不錯，龍頭強者恆強。其他建材類的非地產產業鏈細分材料（如濾紙、石英材料等）龍頭受益於下游半導體、電子、光通訊、光伏等應用需求景氣較高，收入、淨利潤增長表現不錯。

風險提示：1) 地產、基建投資增速超預期下行；2) 原材料價格超預期上漲。

信息服務：電腦行業2017年和2018Q1業績總結：把握景氣主線

營收增速上升、淨利潤增速下降。2017年電腦行業整體實現營收3646億元，同比增長23.2%，實現歸母淨利405億元，同比增長19.1%。從增速看，營收增速同比上升3.3個百分點，淨利增速同比下降3.35個百分點。一方面，收入的高增長顯示行業整體處於較高景氣度，另一方面，則是由於2014/2015年的外延結束了對賭期，2017暴露了較多商譽減值問題，最終導致淨利增速下降。

硬件板塊高增長。2017年電腦硬件板塊保持了良好的增長態勢，總營業收入增長31.4%，2016年增速為21.3%，而淨利方面，2017年增速為24.6%，2016年增速為22.9%。我們認為新技術驅動下，行業又進入了新一輪信息基礎設施投入高峰期，如雲計算、安防等產業對於硬件的需求，整體板塊處於高景氣。

毛利率、銷管費用率保持平穩，淨利率略有下滑。電腦行業2017年毛利率和銷售費用率保持平穩，管理費用率略有下降，但淨利率由2016年的11.5%下降到2017年的11.1%，主要還是由於外延並購17年業績對賭集中到期下，部分公司出現收購標的業績不達預期計提高商譽減值的情形，影響當期利潤。差異化加大，扣非淨利增長兩頭分化明顯。2017年扣非淨利增速在30%以上的電腦公司數量，由16年的61家增多至17年的67家；另一方面，2017年扣非淨利減少30%以上的電腦公司數量，由16年的16家增長至17年的28家。電腦行業公司呈現兩頭分化趨勢，那些有核心競爭力，所處細分領域高景氣的優質標的，內生增長無憂；而部分公司過於依賴外延並購的激進式發展，而又沒能很好的整合協同，出現業績不達預期計提高商譽減值進而拖累淨利增長。

雲計算、企業級軟件、醫療信息化、智能安防增速較快。從細分行業景氣度看，企業級軟件17年淨利增速45.5%，下游重工業和製造業的景氣度回升，智能製造已經具備了爆發基礎；雲計算板塊17年淨利增速37.8%，雲計算基礎設施業績兌現確定性強，服務器存儲等基礎模塊需求強，同時一些雲化軟件廠商轉型效果也逐漸顯現；醫療信息化板塊17年淨利增速35.8%，政策紅利的不斷釋放疊加醫院的降成本需求，互聯網化和信息化發展加速；智能安防板塊17年淨利增速28.7%，行業進入新一輪景氣週期，雪亮工程頂層規劃下的安防新要求疊加智能化產品升級。

估值略高於歷史平均，機構持倉仍在低位。從估值水平看，電腦行業目前市盈率（TTM）59.7倍，略高於自2006年以來的歷史平均市盈率52.2倍。從機構持倉角度看，2018Q1基金持倉從2017Q4的2.3%提升到3.4%，而歷史上的相對低點11-13年基金電腦持倉比例在2%-3%，目前整體機構電腦持倉仍處於低位，不過風險偏好開始提升。

外延內生與17年業績對賭到期後經營情況分析。2017年行業歸母淨利增速19.1%，其中純內生增速13.9%。電腦行業2017內生增長部分佔了接近72.7%的比重。2017年，在結束對賭協議期之後仍對標的的業績進行披露的一共有31單，其中有14個標的淨利出現了同比下滑或轉為虧損，31單總淨利下滑22.45%，2017年業績對賭到期後並購標的整體業績仍然欠佳，但優於2016年。

投資建議。看好四大方向：雲計算、安防、自主可控/信息安全、資管新規下的金融IT。

風險提示。部分領域信息化需求低於預期。

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。