

宏觀

以舊換新：L型下的地方經濟分化——一季地方經濟全景觀察

一季地方GDP：漲少跌多，長江經濟帶仍強。一季全國經濟增速穩定。但各省經濟表現不佳，公佈數據的30個省份中，較17年增速下降的省份高達21個，占比達70%，而增速回升省份只有7個，另有2省增速持平。一季各省GDP增速分化依然明顯，長江經濟帶地區增速突出，東北省份增速依然偏低。

天津、重慶：數據水分擠出，投資模式難繼。1季天津GDP同比增速繼續下降至1.9%，較17年4季度下滑幅度高達1.7個百分點。部分原因在於對統計數據的進一步夯實。1季重慶經濟增速同樣下滑，主要受到工業拖累。而撇開擠水分因素之外，天津和重慶經濟增速下行其實均反映了靠投資拉動經濟的舊模式式微。天津和重慶固投完成額占GDP比重均超60%，兩市經濟主要靠投資拉動，而18年以來兩市固定資產投資增速均大幅滑落。投資拉動經濟的背後對應著舉借債務所提供的資金支持，在去杠桿降債務的背景之下，靠舉債來刺激投資的空間不再，舊模式難以維繫。

東北、華北四省：去產能之後，重回舊車道。1季東北和華北省份經濟表現類似，除去遼寧省因低基數回升，黑龍江、吉林、河北和山西四省GDP累計同比增速均現下行，並且下滑幅度均處後十名之內。吉林等四省從13年以來在經濟增速變化上就有共同特點。而這背後正是我國近兩年來供給側結構性改革政策對工業經濟影響的縮影：一方面，去庫存政策令居民加杠桿買房，拉動地產投資回升，下游需求開始復蘇；另一方面，去產能政策對供給形成擾動。而18年以來工業供需格局改變，依賴于傳統工業的省份經濟增速或將重回下行通道。

江浙滬粵：新經濟快速發展，高投入帶來高產出。1季東部沿海省份經濟表現尚可，江浙滬粵四省經濟增速雖較17年小幅下行，但均不足0.5個百分點，17年以來經濟增速也基本保持平穩，而新經濟的快速發展是穩定經濟的主要原因。新經濟發展依靠創新，東部省份創新實力的形成有賴於在研發上的高投入，16年四省在GDP占比僅30%的情況下，研發經費規模占全國比重達到40%。高投入吸引優秀人才的加盟，形成人力資本的集中優勢，16年四省受過高等教育就業人員占比均超全國平均水平。高投入帶來高產出，新經濟的發展已在四省形成集聚效應，在代表新經濟的企業數量和產品數量占比上均有所反映。

以舊換新：L型下的地方經濟分化。舊動能式微，拉動經濟力不從心；新動能接棒，穩定經濟遊刃有餘。東部沿海省份靠集中發展新經濟來接棒舊動能，新經濟的快速增長也帶動了整體經濟趨穩；而東北、華北、天津等省市仍過於依靠傳統工業、依靠投資來繼續拉動經濟，在工業化尾聲時代無異於緣木求魚。

金融工程

選股因子系列研究（三十三）——預期調整類因子的收益特徵

本文主要對預期調整類因子（即預期指標變動因子）進行研究，考察預期穩定性對調整類因子的影響，並基於此構建時間序列標準化後的預期調整因子。

預期調整因子與股票次月收益呈現顯著正相關性，其選股效果與觀察期密切相關。隨著觀察期增加，因子RankIC呈現先增加後減小的態勢。觀察期短，盈利不變股票占比很大，因子RankIC相對較低；觀察期增加，預期不變股票占比迅速下降，覆蓋率增加，使得因子RankIC增加；觀察期繼續增加時，覆蓋率增大的優勢逐漸減弱，而信息的及時性大打折扣，拖累因子表現。

採用預期穩定性分組，可增強預期調整類因子的選股效果。預期穩定性，即預期指標過去一段時間的波動率，對預期調整因子的選股效果存在明顯影響。

時間序列標準化後的預期調整因子，選股效果更穩定。因子IC均值和月勝率均高於時間序列標準化前的因子，整體IR高於2；剔除行業和風格以後，因子IR接近於3。

預測數據不可靠的子樣本集中，預期調整因子選股效果不顯著。朝陽永續一致預期數據一共包括4種預測類型，其中預測類型1和2較為可靠；而類型3和4的數據為數據模擬與沿用，可靠性低。從預期調整類因子截面回歸結果來看，在預測類型為2以內的子樣本中，因子截面溢價顯著為正；但在類型3及以上的子樣本中，預期調整因子選股效果不顯著。

可採用0值填充預測數據不可靠的股票。預測類型3和4的因子值類似於朝陽永續構造的一種填充方法；實際上也可用0值填充那些近期沒有預測數據的股票。以0填充所得到的調整類因子IC表現相對較優，單因子月勝率在80%以上，IR高於3。

風險提示：歷史規律變化風險，因子失效風險。

行業研究

券商：場外期權規範化交易開啟，龍頭持續領跑——券商行業專題報告四

中國場內衍生品市場曲折前進。我國場內衍生品市場從20世紀90年代推出國債期貨以來，經歷了20多年曲折的發展。衍生品業務開展初期，違規投機事件屢屢發生，國債期貨被暫停，嚴重阻礙了國內衍生品市場的發展進程。後續隨著監管逐步完善，國債期貨重啟、股指期貨推出，金融衍生工具更加豐富。2015年股市異常波動後股指期貨受限，而今監管逐步鬆綁股指期貨；上證50ETF期權、豆粕期權、白糖期權亦相繼推出。目前國內已經開展了包括遠期、期貨、期權和互換在內的多種衍生品業務。

收益互換大勢已去，2015-2017年場外期權迎來爆發增長。隨著不同投資群體對金融衍生品的個性化定制需求增加，場外衍生品業務崛起。國內場外衍生品業務主要包括場外期權和收益互換。2015年

11月證監會叫停配資形式的收益互換，場外期權業務便出現爆發式增長，根據中國證券業協會數據，2015-2017年收益互換存量規模僅增長97億元，而同期場外期權存量規模增長1619億元，新增名義本金高達1.25萬億元。從標的類型來看，股指期權名義本金占比55%，但占比僅為29%的個股期權貢獻期權費高達85%。場外期權交易對手也愈加多元化，私募基金、期貨及子公司17年以來增長迅速。

新規開啟規範化交易，行業步入健康發展期。為防止不合格投資者借道私募繞過監管，2018年4月監管層已先後採取多項措施封堵私募及期貨子公司參與場外期權的通道。5月11日，各地證監局向部分券商下發了《關於進一步加強證券公司場外期權業務監管的通知》。新規整體力度符合預期，主要內容包括：1) 對券商採取分級管理，分為一級、二級交易商。2) 明確交易對手和投資者參與門檻，要求券商嚴格執行穿透。3) 對股票類期權標的品種增加明確規範；限制個股期權規模無序擴張。新規推行後，場外期權市場活躍度短期將有所下降，部分機構盈利或受影響，但由於場外期權在券商淨利潤中占比有限，影響不會很大。長期來看，我們認為更細緻更明確的監管有利於衍生品市場的健康發展。

預計貢獻淨利潤占前十大券商淨利潤的3.4%-4.7%。經我們測算，預計2018年場外期權為券商貢獻利潤約為23.72-33.12億元，約占前十大券商2017年淨利潤的3.4%-4.7%。

投資建議：規模優勢+政策護航，場外期權規範發展利好龍頭券商。1) 當衍生品規模翻倍時，產品間風險可能相互對沖，帶來總風險呈較小比例地增長。大券商規模優勢在場外期權市場得以發揮，邊際成本逐步降低。2) 場外期權做市成本較高，大券商資本實力強，客戶基礎、風控能力、投資和定價能力均遠勝中小券商。3) 當前場外期權市場CR5為88%左右，我們認為新規實施後市場集中度有望進一步提升，頭部券商領跑局面持續深化。重點推薦有先發優勢的龍頭：中金公司。

風險提示：監管進一步抬高場外衍生品參與門檻；股票市場趨勢性下跌。

行業研究

家用電器與器具：小米專題研究系列：“新模式”不改經營本質

硬件引流，生態變現。小米是一家以手機、智能硬件及IoT平台為核心的互聯網公司，核心商業模式為“硬件+新零售+互聯網服務”組成的鐵人三項。公司現階段收入由硬件貢獻，長遠戰略目標則是搭建起物聯網生態，在硬件引流的基礎上，通過高效的新零售渠道及物聯網生態圈形成用戶粘性，在後消費市場增加變現機會，即以硬件引流，通過生態變現。硬件以微薄利潤引流，服務貢獻核心利潤：截至2017年末，公司智能手機業務占比已從2015年降低10pct至70%，互聯網服務雖只佔據8.6%的收入比例，卻貢獻了39%的毛利潤。我們認為公司所構想的生態模式正在逐步實現。

小米與生態鏈公司的關係為投資+孵化：“參股不控股，幫忙不添亂”。“小米航母”與生態鏈公司互為價值放大器。從小米養育生態鏈公司的初衷來看，戰略層面而言，生態鏈佈局物聯網風口。戰術層面而言，生態鏈產品幫助延續小米的品牌生命。而“小米航母”為生態鏈公司提供供應鏈支持、渠道支持、品牌支持、投融資支持；同時輸出價值觀，對生態鏈公司做產品定義、ID設計及品質要

求。生態鏈公司中目前涉及到家電領域且有產品推出的公司包括雲米、智米、純米、石頭科技及yeelight等，每家公司基本有1-2樣產品冠名“小米”或“米家”品牌。

我們認為，“新模式”不改經營本質。因此我們從產品端及渠道端對比傳統家電企業及小米生態鏈公司。相較互聯網時代，以“物”為基礎的物聯網時代，主場反而回到傳統家電企業。物聯網時代把握後消費市場的一個關鍵在於，流量接入口由移動端拓展至各種物件如冰箱、洗衣機。而物聯網實際上以“物”為基礎，在屏幕植入，互聯互通這些技術對傳統廠商或互聯網企業而言都已經不是難事時，從消費者決策角度來考慮，傳統廠商與互聯網企業在硬件PK中勝率更高，主場反而回到傳統家電企業。

產品端來看，小米生態鏈產品在品類選擇上避開傳統家電鋒芒，而在家電中推廣較成功的品類更滿足“高端產品大眾化”。在大家電領域如冰空洗，一則小米本身沒有推出冠名“小米”或“米家”的大家電產品，因此產品不能完全借力小米的流量優勢；二則長更換週期+低頻技術迭代使傳統家電已形成強大品牌力及穩固格局，龍頭均擁有多層次產品線及價格帶，對小米而言進入壁壘及衝擊難度更高。產品品控及創新上，與二線品牌OEM合作的小米在品質控制及產品創新上皆不及傳統家電一線品牌，硬件PK中難以獲勝，尤其在大家電領域難以撼動傳統大家電。

渠道端來看，我們認為，渠道拓展上兩者無本質區別，生態鏈企業最終仍將和傳統家電站在同一賽道競爭。生態鏈公司能依託小米進行的引流有限，後期將直面傳統家電在上游供應及線下渠道的優勢。目前來看，線下渠道網點密集且銷售服務安裝一體化的白電受影響會較小，試錯成本低且線上銷售比例更高的小家電部分品類可能受到一定衝擊。

風險提示。新模式衝擊下或造成版塊估值壓力。市場競爭加劇。

行業研究

信息服務：自主可控下雲AI 需求變革

人工智能的出現使傳統雲計算多出一個功能選項，我們認為，目前全球服務器真正用於AI並且配置GPU的機器比例很低，在低滲透率的情況下，AI雲硬件層的公司將獲得更多增長紅利，當滲透率提高後，行業AI軟件公司將實現更多收益。

根據英偉達最新一期年報，數據中心收入增速高達133%，我們認為隨著國產芯片逐漸成熟、深度學習等需求上雲的過程推進，AI雲計算基礎設備層將具有更好的競爭格局，隨著終端芯片降價，應用再逐漸轉到終端。

中科曙光子公司天津海光與AMD設立合資公司，合作開發X86芯片，按照協議AMD向合資公司提供X86芯片技術許可，合資公司將利用該技術開發只在中國銷售的服務器芯片。我們認為公司未來將進一步進入智能芯片和智能服務器領域。

浪潮信息作為服務器龍頭和BAT AI服務器的最大供應商，將從AI服務器和規模效應上提高收益率，合作IBM的服務器也將為用戶更多的產品和解決方案。

風險提示。自主可控不達預期、新技術發展路線不確定性。

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，僱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、董事及僱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。

