

## 宏觀

### 中國企業：研發提升，空間有多大？——“新經濟”系列專題之四

#### 中美研發投入：差距有多大？

與美國相比，我國企業研發投入仍有很大的提升空間。國家層面，15年我國研發支出1.42萬億元，僅為美國的45%，17年研發投入強度2.1%，雖然差距縮窄，但仍低於美國近年來的2.8%。產業層面，16年中國製造業研發支出9651億元，約為美國的66%，但中國製造業研發強度1.0%，遠小於美國的4.4%。代表性企業層面，根據歐盟17年全球研發投入2500強企業排行榜，中國376家上榜企業研發支出中值480萬歐元，約為美國的70%，中國上榜企業平均研發強度8.6%，而美國企業高達29.7%。上市公司層面，17年A股上市企業總研發支出5468億元，僅為美股的22%，平均研發支出1.9億元，僅為美股的13%。但中概股公司平均研發支出卻高達8.3億美元。

#### 中美企業研發：差異在哪裡？

行業差異：美國電子醫藥主導，中國裝備製造為主。15年美國製造業中，研發支出最高的依次是電子、醫藥，合計占到製造業研發支出的一半，而研發強度最高的依次是醫藥（12.9%）、電子（9.8%）和航空航天（8.5%）。相比之下，中國製造業研發中，45.5%由裝備製造業貢獻，醫藥占比僅為4.6%，而研發強度較高的則是航空航天（2.4%）、儀器儀錶（2.0%），電子（1.8%）和醫藥（1.7%）優勢並不顯著，這也是中國製造業研發強度偏低的根源。

上市公司：電子尚可，醫藥偏弱，裝備製造略占優。美國上市公司研發強度以醫療保健（49%）居首，IT相關的科技（16%）、通訊（14%）居次。中國上市公司中，IT類行業研發強度居首，10%左右的均值較美國同行仍有差距，但相差不遠。醫藥類行業研發強度僅為4.3%，與美國同業相比仍是天壤之別。不過，中國裝備製造行業上市公司研發強度普遍在4%以上，高於美國的2.9%，表明在該領域我國已具備一定競爭優勢。

龍頭公司：差距進一步縮小，高研發仍待批量湧現。以差距較大的電子和醫藥行業為例，電子行業中，美國研發規模前十公司平均研發強度為14.9%，而中國也達9.9%；醫藥行業中，美國、中國前十家平均研發強度分別為22.2%和7.7%。可見，中美龍頭公司之間研發強度差異已較行業整體大幅縮窄。從中觀行業到微觀龍頭，中、美新興行業研發投入強度差距不斷縮小。行業差距的根源並不在於龍頭，而是高研發強度公司仍鳳毛麟角，尚未批量湧現。

#### 中國企業：提升研發路在何方？

美國經驗：鼓勵創新放鬆管制。過去40年間，美國生物醫藥行業研發強度持續上行。得益于技術創新和商業化浪潮，80、90年代醫藥業研發強度步入快速上行期。隨著90年代股權投資機構的參與，美國醫藥、電子行業上市公司數量及研發支出雙雙飆升，17年研發強度分別上升至49.4%和15.4%。  
日本經驗：產業升級主導研發。日本研發支出結構隨產業結構而調整，經濟轉型期，鋼鐵、化工等傳統支柱產業的研發支出占比不斷下滑，而醫藥、裝備製造成為新的支柱產業，研發支出占比和研發強度雙雙提升。

中國當前：走在正確的道路上！美、日經驗表明，技術創新、制度改革和經濟轉型升級是提升研發的三大驅動力。觀察當下的中國經濟，企業研發擴張方興未艾。無論是產業投資基金大發展、研發納入GDP、企業減稅降費還是鼓勵產權保護，都將有力推動技術創新。鼓勵股權融資、港股和A股制度變化，本質上都是放鬆管制。而供給側改革的重心從去產能、去庫存向補短板切換，意味著經濟轉型正在提速。總結而言，雖然中國企業提升研發仍有很大空間，但當前正走在正確的道路上！

### 宏觀：實體經濟觀察——擴大進口，倒逼創新

需求：下游地產仍弱，乘用車走弱，家電走強，文娛偏弱。中游鋼鐵尚可，水泥走強，化工走弱。上游煤炭、有色分化，交運走強。

價格：4月70城房價回落，上周國內生資價格漲跌互現，國際油價上行。

庫存：下游地產、乘用車回補，中游鋼鐵去化，水泥、化工回補。上游煤炭有平有去，有色分化。  
下游行業：

地產：5月上中旬41城地產銷量降幅收窄，百城土地成交遇冷。乘用車：5月前三周乘用車批、零增速回落，需求仍較羸弱。家電：4月三大白電產量增速回升，空調廠家銷量增速回升。文體娛樂：上周電影票房人次同比環比均降，需求有所放緩。

中游行業：

鋼鐵：上周鋼價螺紋跌熱板漲，開工率回升，社會庫存去化。水泥：上周全國水泥均價小幅上行，庫容比仍處歷史新低。化工：上周PTA產業鏈價格漲少跌多，滌綸POY庫存回補。電力：5月以來發電耗煤增速持續回升，工業生產勢頭仍旺。

上游行業：

煤炭：上周煤價漲跌平互現，電廠庫存去化、鋼廠庫存走平。有色：上周LME銅價升、鋁價降，銅庫存升、鋁庫存降。大宗商品：上周原油價格創新高，CRB指數回落，美元指數續升。交通運輸：4月貨運量增速回升，上周BDI指數降、CCFI指數升。

## 策略

### 宏觀背景：從大到強，結構優先——當前中國經濟對比1980年代美國系列（1）

核心結論：①中國經濟進入由大到強的新時代，結構優先，類似1980年代的美國，GDP增速換擋後波動率下降，產業結構升級加速。②中美轉型期政策均從需求管理到供給改革，2018年供給側改革重心由“三去”轉向“一補”，政策向新經濟傾斜。③類似美國1980年代，我國近幾年高端製造、新興服務業高速增長但比重仍低，醫療保健、信息技術、文體娛樂行業增加值僅相當於美國的20%、38%、40%，而製造業為150%。

風險提示：海外宏觀經濟波動風險，經濟下行風險。

### 金融：直接融資支持產業升級——當前中國對比1980年代美國系列（2）

核心結論：①融資結構與產業結構相關，1980年代美國GDP中先進製造和高端服務業占比上升，股權融資占非金融企業總融資比重從35%上升到了50%。②當前中國和1980年代的美國類似，先進製造和高端服務業在GDP中占比有所上升但仍偏低，僅6.2%、13.2%，產業升級需要發展直接融資。③1980年代美國通過401K、IRA、股權投資收益稅收減免等計劃做大直接融資，中國目前正在完善資本市場體系，推動金養老金入市、引入CDR和獨角獸制度，完善私募股權投資法規。

1980年代美國融資方式變化支撐產業升級。1980年代是美國的產業結構升級期，這一時期產業結構變化的兩大特徵是製造業升級和消費升級。在這次經濟轉型中，股權融資發揮了重要的作用。1986年利率市場化結束後，股權融資在美國非金融企業融資中占比從低位回到了50%左右。回歸的原因主要是產業升級期的美國經濟對融資結構提出了新的需求。在傳統的工業經濟下，工業企業擁有大量的固定資產，擴大生產規模所需資金可以靠向銀行抵押資產獲得，而服務業的核心資產是知識產權和人力資本，沒有可以用來大量抵押的固定資產，銀行體系無法滿足這類企業的融資要求。因此相較於工業驅動的經濟，由服務業驅動的經濟實際上需要股權融資來配合。從IPO角度來看，1980-1999年，產業結構向先進製造和高端消費轉移，同期信息技術、金融、可選消費與工業行業中的企業IPO數量位列所有行業前四，分別為278、187、181與138家。

中國產業升級需要融資方式轉變。我國目前正處在經濟轉型期，但我國的融資結構亟待改變以服務於產業結構升級。我們認為股權融資的發展迫在眉睫，原因有三：一是債務融資已到瓶頸期：我國17年的宏觀杠杆率為250.3%，處在歷史高位，經濟各部門不再可能通過大幅舉債來發展經濟；二是銀行融資無法適應經濟轉型要求；三是美日經驗告訴我們股權融資才是最適合新經濟發展的融資方式：日本是銀行主導的融資體系，因此誕生了以豐田為代表的傳統工業產業領域龍頭，而美國有著發達完善的資本市場，直接融資佔據主導地位，因此培育出以穀歌、蘋果和臉書為代表的創新型企業龍頭。我國目前正在由傳統經濟轉向新經濟，融資結構應向美國學習，應大力發展直接融資來支持產業結構升級。

中國正大力發展直接融資：借鑒美國。在美國，股權融資一直是融資中占比最大的部分，而股權融資可以分為從股權投資基金融資與從股市融資兩種。美國的股權投資基金在1978年前並未發展起來，

1978年後美國推出准許養老金計劃進入風投領域等一系列政策鼓勵股權投資，股權投資基金才得以發展。股市方面也有兩個措施：一是養老金入市：1974年個人退休金賬戶（即IRAs計劃）誕生。1978年401K條款規定貢獻確定型養老金享受稅收遞延或優惠。從此，以IRAs和401(K)為代表的長期穩定的養老金，成為了美國資本市場最主要的資金來源；二是機構投資者的成熟使得股市資金配置更有效。我國目前也在大力發展直接融資。在股權資金供給端上，我國借鑒美國正逐步推進養老金入市，資管新規也將長期利好股市。在股權資金的投資端上，我國針對私募股權融資和股市融資分別推出了《私募投資基金管理暫行條例（徵求意見稿）》和CDR。

風險提示：海外經濟波動風險，經濟下行風險。

## 金融工程

### 債基浪淘沙系列二：債市慢牛格局下的特色產品

交銀雙輪動。基金為純債債券型產品，產品業績位於同類中上游。基金經理採取信用債獲取票息、利率債搏取波段的“雙輪驅動”策略。信用債方面，基金經理歷史上在重倉券中清一色持有的是中高等級個券。今年以來，債市初現曙光，基金經理及時對組合久期進行了調整，減持短融，增持中票，適度拉長組合久期，把握了這輪收益率下行帶來的機會。

嘉實債券。基金為准債債券型產品，近三年以來業績表現良好。大類資產配置方面以純債資產為主。由於契約限制，基金經理長期配置20%以上的利率債倉位，在信用個券選擇方面，長期超配中高等級個券，較為契合目前的債券市場風格。

銀華信用四季紅。基金為純債債券型產品，產品在短中長期業績表現均處於同類前列。券種配置上，受到契約限制，基金經理長期超配信用債，少量參與利率債。在信用債的選券上，基金經理堅持配置信用風險可控的中高等級個券，重倉券中集中配置了資質相對較優的城投債。同時，基金經理也會擇機利用一些流動性較優的信用債進行波段操作。

招商產業。基金為准債債券型產品，長期業績表現穩居同類上游。基金經理在操作中弱化權益配置，以純債投資為主。券種配置方面，產品以中低評級產業債為主，利用有效、嚴格的內部風控系統選取合格產業債作為投資標的，從而規避信用風險的同時獲得較好的投資收益。

風險提示。主動管理的基金業績與基金經理關係較大，需要密切關注產品基金經理變更情況；准債債券型產品還能投資部分權益類資產，相對債性較純的純債型產品而言業績波動更大，適合具備相關風險承受能力的投資者持有。此外，近期信用債違約事件頻發，需密切跟蹤組合個券信用風險情況。請務必閱讀正文個基介紹後的特定風險提示（詳情參見報告《債基浪淘沙系列二：債市慢牛格局下的特色產品》）。

## 行業研究

### 教育股估值具備修復空間，堅定看好教育板塊

近期海內外教育股持續走高，A股教育股估值具備修復空間，我們堅定看好教育板塊：1) 教育行業現金流穩定，具備剛需、抗週期屬性。2) 資產證券化依舊是大邏輯，未來集中度不斷提升將改善競爭格局，估值具備提升空間。3) 新民促法實施後，選擇登記為營利性的高中、幼兒園和大學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。關注：威創股份、百洋股份、立思辰、開元股份。港股建議關注：新高教集團、中教控股、楓葉教育。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

## 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，閣下于作出投資前，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于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、董事及雇員將不時于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。