

## 宏觀

## 發行制度改革出，股權基金正當時——“新經濟”系列研究之六

股權投資基金，新經濟風口的風。我國經濟增長動能轉變帶來新舊經濟走勢分化，以創新和服務業為代表的新經濟方興未艾。而我國在新經濟領域的飛速發展得益於新經濟企業的大量湧現，目前我國代表新經濟龍頭的獨角獸企業數量已位居全球第二。新經濟的核心是人力資本，股權融資才是激發人力資本的關鍵，而股權投資基金是其中極其重要的一環。在獨角獸企業中，股權投資基金的股份占比超過了50%。新經濟企業之所以能夠在我國大量湧現，成為快速成長的“風口”，正是借了股權投資基金的“東風”。

在前幾篇新經濟系列專題中，我們已對發達國家股權投資基金發展經驗有所總結，而我國股權投資基金發展情況和前景如何？本篇專題對此進行分析。

股權基金強勢崛起，投資圍繞創新佈局。

發展歷程回顧：A股發行因素主導規模變動。由於金融危機衝擊，09年後外幣基金影響式微，股權投資基金規模變化主要取決於A股發行因素。特別是，14年以來IPO重啟和政府引導基金的發力帶動了本輪基金規模快速增長。

募資：規模擴張迅速，機構投資為主。我國股權投資基金數量持續攀升，18年4月接近3萬隻，規模擴張至超過7.7萬億。國際比較來看，16年募集資金總額約占全球五分之一，且在亞洲處於領先位置。我國股權投資基金以機構投資者出資為主，但和美國相比，我國養老金占比可忽略不計。

投資：總額突破萬億，圍繞創新佈局。17年我國股權投資基金投資總額突破1.2萬億元，增速超過60%，保持了旺盛的增長態勢。但投資額占GDP比重與美國仍存在一定差距，發展尚有空間。16年我國股權投資基金投資額占GDP比重僅1%，而美國高達3.6%，較我國高出2.6個百分點。我國股權投資基金的投資佈局以創新為方向，與經濟轉向高質量發展的要求不謀而合，其中高研發省份和高科技行業最為受益。

退出：公開上市為主，滲透率漸提高。我國股權投資基金在退出方式的選擇上目前已較為多樣化，但仍以回報最為豐厚的掛牌上市退出方式為主。17年股權投資基金退出案例中，公開上市退出占比超過30%。這也造成了股權投資基金在IPO中的滲透率穩步提高。07年我國IPO企業中得到股權投資基金支持的比例只有不到40%，而17年這一比例已升至57%，平均每年提高1.7個百分點。

發展勢在必行，風起正當其時。勢在必行：支撐經濟增速，改善資本市場。股權投資基金對於整體經濟和資本市場而言均具有重要意義：於經濟而言，其能夠提高直接融資特別是股權融資比重，在去杠杆收貨幣背景下，能夠抵消債務融資收縮對經濟衝擊，支撐經濟增速；於資本市場而言，其能夠為長期資金提供較高回報，並且可以改善市場上的投資者結構，增加機構投資者比重。正當其時：稅收優惠加大，發行制度改革。股權投資基金發展也正迎來重大機遇：一方面，政府給予股權投資以更大力度的稅收優惠，創投企業投資科技型公司稅收抵扣試點推廣，增加了股權投資基金的稅後所得；另一方面，資本市場發行制度改革實施，進一步減少了創新企業的上市約束。發行制度的變化為股權投資基金規模擴張打開了廣闊空間。

## 金融工程

### 滬深300 VS 中證500——指數輪動研究

本文基於前期系列報告中構建的因子擇時以及風格擇時框架，以滬深300指數/中證500指數輪動為例，構建了月度以及季度上的指數輪動模型。報告第一部分討論了指數輪動的整體框架，對於指數輪動模型的構建進行了詳細說明。第二部分以滬深300指數/中證500指數輪動為例，對於相關回測結果進行了總結分析。第三部分在季度上對於滬深300指數/中證500指數輪動模型的表現進行了討論。第四部分對於報告進行了總結。

使用債券市場以及股票市場相關指標構建擇時變量備選庫。考慮到擇時模型及時性以及穩健性的目標，報告使用債券市場以及股票市場的相關數據構建了擇時指標備選庫。

使用Logistic回歸進行指數相對強弱概率預測。為了能夠得到直觀且易於理解的預測結果，本文使用Logistic回歸滾動預測未來1期中指數收益差為正的機率。

投資者可根據自身的風險偏好進行指數選擇。例如，對於較為激進的投資者，可在滬深300指數戰勝中證500指數的機率高於50%時，做多滬深300，反之，做多中證500。對於較為穩健的投資者，可以設定一個緩衝區域。

利率類指標、波動率類指標以及估值類指標在月頻調倉下對於未來1個月滬深300指數與中證500指數收益差具有較強的預測效果。

多指標月度指數輪動模型歷史表現較好。輪動模型年化收益達19.7%，同期中證800指數年化收益達8.5%，輪動模型年化超額收益約11.2%。以中證800指數為基準，輪動模型最大回撤為6.4%，信息比率1.49，月度相對勝率為65%。

利率類指標、漲跌幅類指標、波動率類指標以及估值類指標對於未來1個季度的指數收益差具有較好的預測效果。

多指標季度指數輪動模型樣本外穩健性偏弱。季度模型的構建以及歷史回測受到了歷史數據量的影響。投資者若使用過長的歷史數據進行模型估參，樣本外結果將十分有限。然而，若使用過短的歷史數據進行模型估參，模型的樣本外穩健性將會受到影響。

風險提示。市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對策略表現產生較大影響。

## 戰略配售基金投資標的基本面及收益率分析

6只戰略配售基金的產品定位、產品設置基本一致，但依然存在一些重要要素會導致未來基金業績之間的差異。基金成立初期，不同產品的債券投資策略會主導基金淨值之間的差異。隨著新經濟企業IPO數量的增多以及CDR的發行，基金經理的主動選股能力是業績體現的最大驅動。戰略配售份額具有一年鎖定期，一年鎖定期到期後，基金經理選擇繼續持有股份還是賣出股份，是產品管理中的重要決策。6只基金鎖定期統一為3年，3年到期後基金開放正常申購贖回，故而考慮到基金到期後的流動性問題，在臨近到期前一年，基金經理勢必會考慮參與新配售的資金比例，新配售標的的選擇，解鎖後的股份擇機賣出問題，這段時間6只基金淨值可能會出現較大差異。

分析近期新股上市後的表現，可以作為分析戰略配售基金此部分投資收益率的參考。通常來看，新股上市後首月累計收益最高，隨後累計絕對收益、超額收益都會呈現一定下滑趨勢，但持有一年的收益率依然較為可觀，絕對收益和超額收益均值、中位數都在100%附近。

獨角獸公司所處的行業分佈在互聯網、大數據、雲計算、人工智能、軟件和集成電路、高端裝備製造、生物醫藥等7大新興領域，對應這些行業已經上市的新股來看，普遍而言收益率高於其他行業。

戰略配售基金的鎖定股份面臨同時解禁的問題，考察解禁對於股票價格的影響，總體而言影響幅度約為-1.5%，相對於新股上市後一倍左右的上漲幅度，解禁帶來的事件衝擊影響並不大。且本著基金長期投資新興產業的邏輯，以及獨角獸公司的稀缺性，基金在鎖定期結束後立即大規模減持股票的可能性並不大。

考察符合發行CDR條件的境外上市基本面情況，潛在投資標的的整體估值在海外並不高，對比A股同行業標的，估值偏低；從盈利能力以及成長性來看，無論在海外市場還是A股市場的可比範圍中，潛在投資標的均排位靠前，且不乏名列前茅者。

對比海外市場以及A股市場的估值結構，A股市場明顯估值較為集中，不如海外市場分散和多樣化。隨著境外投資通道的不斷打開、IPO門檻的多樣化改革，投資者未來會有更多的行業優秀標的選擇，這可能會打開A股“優勝劣汰”、估值差異化的局面。

風險提示：流動性風險、市場系統性風險。

## 策略

### ROE角度看盈利趨勢及篩選行業

核心結論：①過去兩年來業績成為市場中期核心變量，A股盈利自16年中開始改善，ROE與淨利潤同比趨勢一致、更平滑，從9.4%升至10.3%。②新時代行業集中度提高和產業結構優化推高淨利潤率，供給側改革背景下營收比資產更快增長將推升資產周轉率，預計18年A股ROE繼續回升至11%。③PB-ROE分析週期和金融地產估值盈利，銀行和鋼鐵更優，PE-G分析消費和科技估值盈利，家電、零售、白酒較優。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 行業研究

### 通訊服務：探尋全球視角，中國雲計算鏈條勃發在即

全球雲計算市場2016年達到654.8億美元的規模，由美國（57%）和歐洲（22%）佔據主要份額。全球IaaS市場亞馬遜一家獨大，根據Gartner的統計，2016年，亞馬遜以超過44%的市場佔有率在全球IaaS市場佔據優勢，微軟約為7.1%排名第二，阿裡巴巴與穀歌分別以3%和2.3%的市場份額位居三、四名。然而從發展速度角度而言，近年來我國呈現迎頭直追的態勢。

在強大IT技術基礎和互聯網領先的產業方向引導下，美國雲計算產業先發優勢顯著，並形成了亞馬遜AWS、微軟Azure、穀歌雲、IBM寡頭競爭的較成熟局面，2015-2017年雲計算中心相關資本開支分別達到231億美元、276億美元、337億美元，與北美三大運營商資本開支相當。

第三方IDC、網絡設備商與雲計算產業發展共存共榮。北美雲計算高速發展過程中，除了雲計算巨頭自建大型雲計算數據中心，也催生類似Equinix這樣的第三方IDC巨頭，並在思科之外、誕生ARISTA網絡（ANET）這樣圍繞雲計算發展起來的網絡設備商新巨頭。

中國雲計算市場快速擴張，雲計算、人工智能和大數據三位一體成為未來發展趨勢，追趕北美成熟市場。2017上半年公有雲IaaS市場TOP3雲計算廠商分為阿裡雲（市占率47.6%），騰訊雲（市占率9.6%）以及金山雲（市占率6.5%）。

雲計算產業發展離不開IDC基礎設施的建設，國內三大運營商IDC業務和第三方IDC市場均處於快速發展階段。2016年，全球IDC市場規模達到451.9億美元，同比增長17.5%，增長率連續第四年出現上升；根據中國IDC圈，2016年國內IDC市場規模達到714.5億元，2019年中國IDC市場規模有望達到1862.5億元，三年複合增長率為37.63%；2017年，工信部統計國內移動互聯網接入流量消費達246億GB、比上年增長162.7%（增速較上年提高38.7個百分點），數據流量的高速增長、帶來IDC建設需求的蓬勃發展；擁有一線城市IDC資源或通過與一線雲廠商合作的IDC企業競爭優勢將更為突出。

投資建議。從IDC、CDN、雲計算、雲計算網絡設備商四個領域把握投資機會。推薦在一線城市（北京、上海）具有較大IDC資源儲備、未來二年有望保持快速增長的光環新網（300383.SZ，“買入”評級），CDN市場龍頭份額穩固、盈利預期步入恢復性期的網宿科技（300017.SZ，“買入”評級），雲計算標的建議關注H股金山軟件（03888.HK，國內雲計算TOP3、旗下WPS也積極向雲服務模式轉型）、重點推薦紫光股份（000938.SZ，國內雲計算解決方案龍頭，SDN網絡產品、傳統交換機/路由器國內領先，買入評級）以及星網銳捷（002396.SZ，教育、政務、醫療等多個領域雲解決方案位居市場領先或前列地位，突破阿裡等雲計算中心定制網絡交換機市場）。

風險提示。1.國內雲計算、CDN等市場競爭更趨激烈；2.一線城市IDC審批政策收緊帶來IDC企業異地擴張難度加大等。

## 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，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。