

策略

工業利潤略降，庫存再度轉差

- ① 業利潤微降。5月工業企業利潤總額增速21.1%，較4月微幅回落，仍然保持在高位。工業品價格上漲、工業企業成本費用持續下降是工業利潤持續高增長的主因。
- ② 漲價利好上游。分行業看，下游行業利潤增速普遍下滑，中游裝備製造類行業利潤增速漲少跌多，上游原材料加工類行業利潤增速漲多跌少，其中鋼鐵、建材和化工表現較高，是利潤增長的主要來源。
- ③ 工業收入回落。1-5月工業企業主營收入增速略回落至10.2%，其中5月單月增速降至9.1%。5月工業品出廠、購進價格漲幅雙雙擴大，但工業產銷放緩，令收入增速下滑。
- ④ 庫存短期惡化。5月工業產成品庫存增速反彈至7.3%，庫存收入比46.7%處在歷年同期偏高水平，存貨周轉天數回升至16.6天。工業收入增長放緩令庫存回補，庫存狀況短期惡化。
- ⑤ 工業供需放緩。5月工業收入、利潤增長放緩，雖然價格端仍有支撐，但產銷量明顯放緩，表明前期終端需求轉冷正在向中上游傳導，相應的，庫存狀況也再度轉差。6月以來，地產銷量增速再現回落，汽車批零增速雙雙下行，發電耗煤增速也明顯下滑，指向工業需求、生產雙雙放緩。未來工業利潤增長壓力漸增。

固定收益

信用緊縮仍堪憂

本周專題：中國債券違約率現狀及國際比較。1) 監管多次引用債券違約率概念。對於近期爆發的信用債券違約浪潮，監管機構（央行、銀保監會、上交所等）多次強調目前我國企業債務的“違約率”相對於國外仍然處於較低的水平，當前出現的企業債務違約問題十分正常，但官方通常採用未兌付債券金額/信用債存量來衡量，與國際慣用做法存在差異。2) 債券違約率測算方法。按照國際主流，衡量違約率主要通過邊際違約率、累計違約率、平均邊際違約率和平均累計違約率等。其中邊際違約率指的是在特定時間段內（通常為1年）發生違約的主體數量比期初有效的主體數量、而累計違約率計算的是於y時刻選擇的樣本在整個投資期T內發生違約的比例，具體測算方法見正文。3) 中國違約率現狀及國際比較。根據我們測算，2014-2017年的存量信用債發行主體在第一個投資期內的邊際違約率分別為0.14%、0.40%、0.48%、0.28%，而穆迪披露的全球企業2014-2017邊際違約率為0.94%、1.75%、2.14%和1.41%，中國顯著低於國際水平。前一年至前五年的平均累計違約率

分別為0.39%、0.87%、1.34%、1.77%和2.27%，而穆迪披露的全球數據為1.53%、3.06%、4.45%、5.66%和6.68%，中國也明顯較低。但如果對2018年進行簡單估算，2018年邊際違約率達到0.59%，與國際水平差距或將大幅縮窄。

投資策略：信用緊縮仍堪憂。上周信用債收益率分化。下一步表現如何？建議關注以下幾點：1) 信用債收益率延續分化。上周受貿易戰、定向降准等影響，國債收益率明顯下行，信用債則表現分化，AAA級企業債收益率跟隨利率債微幅下行1BP，而AA級企業債收益率平均上行2BP、城投債收益率平均上行3BP。2) 地方政府違規舉債下降。上周審計署公佈了2018年第一季度國家重大政策措施落實情況跟蹤審計結果，其中指出黑龍江大慶市和重慶市南岸區違規舉借政府性債務19.7億元。值得注意的是，通過擔保函舉債的方式已經基本杜絕，而本次違規舉債金額也較前幾個季度明顯下降，地方政府新增直接隱性債務的行為已經基本控制住，審計署提到下一步將“推動嚴格遏制增量隱性債務、穩妥處置存量隱性債務”，後續可能會更關注存量隱形債務的處置。3) 信用債流動性仍待提高。今年以來信用債流動性整體下降，低等級信用債流動性惡化更為明顯，AA-及以下主體由去年的11%大幅下滑至3%，而AAA則是小幅上升；AAA主體成交占比由2017年的60%上行至64%，而AA從13%降至11%，AA-及以下從1.14%降至0.25%。流動性惡化不僅推升了流動性溢價，從而推動信用利差上行，也加劇了再融資壓力，推升了信用風險。央行此前將中低評級信用債納入MLF擔保品範圍，近期外匯交易中心推出匿名拍賣業務，都意在提高低等級債券流動性，但根本問題在於資管新規後銀行理財風險偏好下降，低等級信用債投資主體缺失，在風險偏好較高且有規模較大的投資群體形成之前，低等級信用債流動性偏弱的格局或難改善。

行業研究

信息科技服務：BAT 攜手計算機公司進軍企業級市場

從互聯網再到移動互聯網，人口紅利已經結束

截至2017年底，我國網民規模達7.72億人，普及率達到55.8%，超過全球平均水平（51.7%）4.1個百分點。從增長率上看近三年增速從5年前的10%下滑到5%左右，這一增速與我國自然人口增速（5%左右）相當。另一方面，我國手機網民規模達7.53億人，在網民當中滲透率已經達到97.5%，無論從互聯網還是移動互聯網角度來看，我國互聯網人口流量紅利已經結束。

頭部流量集中化，馬太效應明顯

根據艾媒諮詢的數據，2016年全球手機應用軟件(APP)數量達到519.8萬個，較2015年增長19.1%，增速相較於前兩年大幅下滑。另外移動應用市場上僅有25%的APP堅持更新版本，其中活躍型應用數量占比僅為6%。從用戶使用需求來看，用戶使用App路徑依賴已經養成，社交、購物、音樂、新聞和視頻等熱門行業，TOP3 App的用戶使用時長集中度均在50%以上，頭部流量非常集中，馬太效應明顯。

互聯網企業紛紛嘗試B端市場，然而困難重重

我們認為，傳統C端業務增長乏力，尋求B端突破；通過B端產品深度挖掘C端價值；資源充分利用，內部產品轉向外部銷售；C端業務失敗，被迫進入企業市場，四大原因使得互聯網企業嘗試進軍企業市場。然而由於短板理論和定制化的限制使得互聯網企業進軍企業市場之路困難重重。

與A股計算機公司從競爭走向合作

我們總結了BAT與A股公司合作的情況，可以大致分成兩類。分別是技術合作和渠道共享。無論是合作模式和渠道模式，BAT均需要借助計算機公司已經成熟的解決方案和積累的用戶渠道，對計算機公司而言，借助BAT的技術優勢能夠完善其產品能力，更好的為客戶提供服務，進而增強其盈利能力。因此我們認為BAT與A股計算機公司均為合作大於競爭。

投資建議

我們推薦金蝶國際（京東持股）、恒生電子（科技金融）、廣聯達（建築信息化）、航天信息（稅務大數據）、四維圖新（智能駕駛）、華宇軟件（AI+法律）、天源迪科（雲運維）、石基信息（新零售）、大華股份和海康威視（物聯網），關注長亮科技以及穩定增長的細分行業龍頭。

風險提示：上市公司與BAT合作難以獲得實際收入和利潤。

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。