# 新动能正在崛起

## ——从上市公司看经济发展大势

■ 许晟 刘慧 孙飞

A 股上市公司 2016 年年报、2017 年一季报日前都已公告完毕，去年整体营收增长约 7.1%，研发创新、新兴产业、兼并重组等多个主题的上市公司业绩表现抢眼。记者走访多地，试图解开部分上市公司营收增长的密码，找寻宏观经济中正在崛起的新动能。

### 研发创新是企业活力之源

“潍柴动力从成立之初就对研发高度重视，研发经费要多少给多少，条件只有一个，不能花钱买了设备不用。”负责研发的潍柴动力股份有限公司副总裁佟德辉说，公司在成立前 3 年投入研发费用 2 亿多元，而在这三年，公司的销售收入仅为 50 亿元左右。

以发动机为主营业务的潍柴动力，持续的研发投入助其不断推出拳头产品。如，2005 年推出国内首台具有自主知识产权的“蓝擎”欧 III 排放柴油机；2007 年成功研制国内首台达到国Ⅳ排放标准的发动机；2015 年企业推出国内首款 500+大马力高速重型发动机 WP13 等。

潍柴动力推出的拥有核心技术的重卡发动机，使其企业竞争力不断提升。年报数据显示，2016 年潍柴动力销售重卡用发动机 19.8 万台，同比增长 67.8%，远超重卡销量年增长 33%的行业增长速度。在重卡配套领域，市场占有率也达到 27%。

多位券商分析师认为，适应行业竞争格局、顺应市场方向的研发投入，可以在未来一段时期内，给企业带来不少业绩，研发能力一定程度上决定了公司未来的成长空间。

潍柴动力 2016 年归属上市公司净利润 24.41 亿元，同比增长 72.86%。科研投入不设上限的格力电器去年净利润 154 亿元，同比增长 23.05%。每年研发投入约占销售收入 7%至 8%的海康威视，去年净利润同比增长 26.46%。

加大研发投入，实现技术、产品、服务升级已经成为市场大趋势。深交所数据显示，2016 年，深市上市公司研发投入合计 2082.15 亿元，平均每家 1.09 亿元，较上年增加 14.74%，其中 589 家公司研发强度超过 5%，182 家公司超过 10%，39 家超过 20%。

我国经济正处于转型升级的历史阶段。越来越多的企业用兴衰证明，缺乏持续、有效的研发投入和核心技术支持的企业，终究会被市场淘汰；认准主业、持续研发、不断提升产品技术含量，企业会在激烈竞争中不断前行。

### 智能制造提升企业生产效率

在杭州老板电器股份有限公司智能制造工厂，2015 年投产的生产线显得科技感十足。记者在现场看到，生产线上上百部机械手臂自动进行着冲压、焊接等生产工序，几十辆物料车有序自动运行，码垛机器人错落穿梭在几十米高的厂房里，向 32796 个库位递送着相应的厨具成品。

“总投资 7.5 亿元的智能制造工厂，有上千个数据采集点同步工作，组成互联互通的工业物联网，实现了智能生产系统实时响应市场订单，MES 自动排产，工艺参数自动下发至各工序，物料需求计划主动上传至供应商平台，产供销可以协同作业。”老板电器副总裁王刚说。

通过智能化设计，老板电器的智能制造工厂可年产 225 万台厨电产品，与传统生产线相比，一年可节省人工成本 3500 万元，生产效率平均提升 30%，冲压件合格率提升至 98%，智能化仓储还为企业节省约 97000 平方米的场地等。

对于定位于高端厨具的老板电器来说，智能制造显著提升了产品和服务的品质，带来的经济效益甚为可观。年报数据显示，2016 年老板电器营收 57.95 亿元，同比增长 27.56%，归属上市公司股东净利润 12.07 亿元，同比增长 45.32%；今年一季报的净利润也实现 54.28%的增长。

智能制造往往能给企业带来可观业绩。如以“互联工厂”为方向力图实现大规模定制的青岛海尔去年净利润 50.37 亿元，同比增长 17%；以供应链优化为核心实现网络协同制造模式的美的集团去年净利润 146.8 亿元，同比增长 15.56%等。

但并不是所有的智能制造都可以为企业提供发展动力。“智能制造只是手段，实现智能制造不代表企业就能活下去、就能处于业界领先地位。”江苏徐工信息技术股份有限公司副总经理许建全说，企业要用智能制造使产品、商业处于竞争高端地位。

### 新兴产业开始迸发活力

江西固废处置中心的 8.6 万吨、湖北天银的 6 万吨、广东珠海永兴盛的 5.6 万吨危废资源化、无害化项目已经投产，河北衡水的 8.7 万吨、山东潍坊近 20 万吨危废项目的部分产能预计今年也将投产……

成立于 1999 年、专注固废处理的东江环保正在加速扩大自己的业务版图，不断新建、扩建、并购危废处理设施，力图在 2020 年达到 350 万吨危废处理能力。

“固废处理行业起步较晚。2014 年环保法规的修订，使固废处理产业的界限、量刑等得到明确，自此，固废处理行业开始井喷式发展，但目前仍处于行业起步阶段。”东江环保总裁陈曙生说，前期积累的技术与经验，使东江环保抓住了产业发展的先机。

在绿色产业的风口上，东江环保业绩快速增长。定期报告数据显示，今年一季度东江环保营业收入 6.75 亿元，比上年同期增长 35.29%，净利润 1.04 亿元，同比增长 22.86%；2016 年全年公司净利润 5.34 亿元，同比增长 60.53%。

绿色产业上市公司大多获得不错的业绩。深交所数据显示，绿色产业类上市公司 2016 年业绩增长幅度进一步扩大，净利润同比增长 29.99%。绿色产业类公司包括节能环保、新能源、新能源汽车等行业上市公司。

还有不少新兴产业正在冒头。深交所数据显示，2016 年深市新材料行业上市公司扭转上年同期净利润下滑趋势，净利润增长 1.72 倍；生物医药行业 2016 年营业总收入增长 17.7%，净利润增长 16.11%。此外，深市 58 家数字创意类上市公司 2016 年净利润同比增长 33.39%。

从宏观角度看，行业正在轮动。国家统计局工业司高级统计师江源日前表示，今年 1 月至 4 月，高技术产业、装备制造业同比分别增长 13.1%和 11.5%，增速分别高于规模以上工业增速 6.4 和 4.8 个百分点。其中，医药、海洋工程专用设备、锂离子电池、城市轨道交通、集成电路、通信设备等行业保持快速增长。

# “私转公”大潮背后：私募募资实在太难

■ 胡春春

近日上海博道投资管理有限公司（下称“博道投资”）获批公募基金业务牌照，让市场目光再次聚焦在“私转公”上。

《金证券》记者调查发现，截至目前已经有约 40 家私募正在申请公募基金业务，算上有意向的则更多。曾经，公募人士以“公转私”为荣，而今却纷纷寻求“私转公”，为何会出现这样的转变？

### 又回到了公募

博道投资获批公募基金业务牌照的背景有些戏剧性。

它的掌舵人莫泰山是证券领域的老兵——从证监会基金监管部处长一职下来后，在交银施罗德基金履职了 5 年。

2010 年 9 月他从交银施罗德离职，转型私募，加入裘国根的重阳投资。

当时，他的“公转私”行为，被称为是公募基金界规模最大、级别最高人物、影响力最大的一次转会。2013 年 5 月，莫泰山从重阳投资离开，创建了博道投资。

仅仅在博道投资成立 3 年后，即 2016 年 5 月，莫泰山即着手公司申请公募基金业务牌照事宜。兜兜转转，莫泰山最终又回到公募行业。

多位私募领域资深人士对《金证券》记者表示，莫泰山有监管层工作背景，对行业判断、政策导向比较敏感，“博道投资的选择基本反映了目前私募领域的一种倾向”。

### 已成行业趋势

博道投资不是第一家成功获得公募基金业务牌照的私募，此前鹏扬和凯石已经完成了“私转公”。

截至目前，约有 40 家私募正在申请公募基金业务牌照，而有类似计划的私募更多。如果说去年仅仅是朱雀、星石这样的大私募公开放言要做公募业务，那今年可以说是全行业掀起了一片“私转公”浪潮。

北京方面一位接近证监会的券商人士将这种变化归结于“政策的鼓励”。他称，目前申请公募基金业务牌照的流程较此前方便很多，除了私募，还有其他产业系资金前来申请，总体热情度都比较高。

### 背后的原因

采访中，上海知名私募负责人解释了“为啥大家都急着申请私募”。该人士直言：私募现在面临的最严重问题就是募资难。

他透露，一是由于行情不好；二是由于高净值客户越来越成熟理性，不会再盲目将钱交给私募，只有优秀和稳定的私募才能得到客户青睐；三是私募压力大，超辛苦，专业人士近一年流失明显，团队服务能力大不如前。

“这些原因让私募在募资上压力越来越大，我曾听说行业中有一位去年从券商跳出来做私募的牛人，到现在一只产品都没发。”上述人士补充。

《金证券》记者也采访了两位供职私募正在申请公募基金业务牌照的投资人士，他们对转做公募业务的第一评价即是“提高资金量”。此外，他们表示，公募产品线丰富，政策多，在客户心中安全边际也大，容易控制风险，做大做强。

# 警惕场内“迷你”基金退市风险 分级基金定价再添变数

■ 吴晓婧

近日沪深交易所发布了基金上市规则征求意见稿，其中，“迷你”基金终止上市的条款设定成为业内热议的焦点。在业内人士看来，如果“迷你”基金终止上市的条款设定正式出台，市场上的“迷你”ETF 和 LOF 基金或将退市。需要注意的是，“迷你”分级基金的监管更为严格，可能会加速“迷你”分级基金价格向净值回归的过程，部分分级基金子份额可能面临溢价被抹平的风险。

### 分级基金退市条款更为严格

6 月 2 日，上交所和深交所分别发布《证券投资基金上市规则（2017 年征求意见稿）》。值得注意的是，该征求意见稿主要新增“迷你”基金的终止上市条款和投资者适当性安排两方面。

其中，关于“迷你”基金的终止上市方面，对于分级基金的监管更为严格。首先，在观察期方面，如果分级基金基础份额和子份额持有人合计少于 1100 人或者规模合计低于 5500 万份，该基金即进入终止上市的观察期，基金管理人应该向上交所或深交所报告并持续发布基金可能终止上市的风险提示，直至相关情形消除或基金进入终止上市程序。

其次，在终止上市方面，如果分级基金基础份额和子份额持有人合计少于 1000 人或者规模合计低于 5000 万份，且在 10 个交易日内未消除的，基金管理人应当及时向交易所报告并发布终止上市风险提示公告，披露基金将终止上市及相关安排等事项，基金进入终止上市程序。

业内人士认为，上述规定相较于“除分级基金以外的其他基金持有人少于 1000 人，且在 60 个交易日内未消除的”的退市条件而言，是显著趋严的。

### 退市风险与套利机会并存

如果上述“迷你”基金终止上市的条款设定正式出台，那么，“迷你”分级基金退市究竟是风险还是套利机会？

沪上一位分级基金研究专业人士认为，一旦分级基金触发了退市条件，A、B 份额的持有人理论上会按净值折算成相应份额的母基金。而由于分级 A 和分级 B 存在折溢价率，如果是溢价买入的，那么按照净值退出的机制，投资者将会遭遇“溢价”部分的损失；而如果是折价买入的，那么则会获得“折价”回归的收益。

上述人士建议，分级 B 净值波动较大，较难把握套利机会，而分级 A 净值稳定，可以选择折价安全垫较高且基金份额比较接近清盘阈值的分级 A 进行套利。

值得注意的是，由于部分分级 A 溢价率较高，在上述征求意见稿出炉后跌幅较大。在业内人士看来，这或许与上述征求意见稿中的条款有关。

在华宝证券分析师看来，近期分级 A 延续规模缩减态势，而根据交易所上市基金规则征求意见稿，规模过小的“迷你”基金将面临退市风险，这无疑会对分级基金定价造成影响。

在其看来，规模小于 5000 万的分级基金，其 A 份额溢价将面临消失，向净值趋近。此外，对于那些规模较大但不排除未来一定时期内缩小到 5000 万以下的分级基金，在博弈过程中，分级子份额除了下折又多了一个退出渠道。由此，分级基金的真实久期取决于下折和缩规模退市两个久期中谁更小，最终影响其定价。

值得注意的是，华宝证券分析师认为，如果基金公司采取行动使得基金不退市，可能 5000 万以下的 A 份额不一定下跌，甚至不排除拉溢价吸引套利。但是，基金规模距离门槛较大时拉溢价成本过高，不排除部分行业分级基金退市导致该行业分级规模集中度提高，从而导致规模较大或者杠杆较高的分级基金份额规模反而稳定或提高。在当前环境下，相应的行业 ETF 更可能受益。

此外，在新规约束下，市场上的迷你 ETF、LOF 基金和封闭式债基也可能大面积受到影响，部分基金或面临退市。如果实施清盘，将给持有溢价 LOF 和溢价 ETF 的投资者带来一定的损失。

# 超 4 万亿压顶 券商股权质押业务或放缓

■ 吴黎华

近一段时间以来，股权质押的平仓风险一直是 A 股市场挥之不去的阴影。

上市公司股东补充质押或股票质押式回购补充质押的情况屡屡发生，而对于在股权质押业务市场份额占据主导的券商而言，其业务风险因素也正在加大。不过，业内指出，券商在股权质押方面设置的平仓线相对保守，整体风险可控。市场人士预计，股票质押市场的流动性将整体弱化，市场平均质押率水平将下行，股票质押规模也很难再快速扩张，预计此前快速发展的券商股权质押业务将会“放缓脚步”。

### 3203 只个股参与股转质押

兴业证券研究显示，截至 5 月 26 日，A 股市场中 3203 只个股参与了股权质押，股权质押标的总市值达到 5.45 万亿。其中，主板、中小板、创业板质押市值占比分别为 51%、33%、16%，质押率分别为 8%、19%和 18%。

从风险敞口来看，兴业证券称，假设以质押时股价为基点，质押率为 40%，测算当前 A 股股权质押融资总规模为 19238 亿元。以 2017 年 5 月 31 日收盘价测算，本轮下跌中，达到平仓线的规模为 1907 亿元，到达预警线的规模为 5285 亿元（平仓线为 130%，预警线为 160%）。以 2017 年 5 月 31 日收盘价为基点，股价下跌 10%时，即大盘点位达到 2805 点，达到平仓线和警戒线规模分为 2853 亿元和 7911 亿元。所有 A 股前十大股东中，有 526 个大股东所持有的 387 家公司的质押率达到 100%，846 个大股东所持有 460 家公司质押率超过 90%。当股价下跌时，这些大股东将最先面临风险，必须及时筹措资金或者追加保证金，风险敞口较大。

股权质押的平仓风险也给券商相关业务带来了风险。从市场参与者来看，2013 年以前，股票质押业务基本被银行和信托公司垄断。2013 年 5 月，上交所、中证登联合发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》，券商股票质押业务正式推出，此后券商相关业务规模迅速扩大，市场份额已经超过银行和信托。国泰君安研究显示，根据 2017 年 5 月 24 日股票质押参考市值计算，证券公司（含券商资管）市场份额已经超过 75%；其次是银行，市场份额为 12.53%；信托和其他机构的市场份额分别为 6.97%和 4.72%。按照这一比例初步估算，券商为质押人的股权质押总规模约在 4.09 万亿元。

从股票质押（含质押式回购）的业务排名来看，Wind 统计数据显示，在 2015 年 6 月 8 日至 2017 年 6 月 8 日这两年中，共有 99 家券商开展了相关业务。上述 99 家券商质押交易次数总计达到了 13129 次，总质押参考市值达到了 4.86 万亿元。其中，未解押的规模仍然高达 2.67 万亿元。从交易规模来看，中信证券交易次数和参考市值均居于首位，其质押交易次数达到了 1085 次，交易参考市值达到了 4309 亿元，未解押交易参考市值规模为 2587 亿元。海通证券、国泰君安、申万宏源、华泰证券、华融证券和中信建投则位居第二梯队，交易参考市值规模分别为 2838 亿元、2234 亿元、1998 亿元、1960 亿元、1928 亿元和 1677 亿元。

### 补充质押和“用嘴增持”盛行

2017 年以来，由于市场走势严重分化，一大批股票股价出现了大幅下滑，也使得股权质押风险逐渐暴露出来。6 月 8 日，富临运业公告称，近日，公司收到四川富临实业集团有限公司（以下简称“富临集团”）的通知，富临集团将其持有的公司部分无限售流通股进行了补充质押，共计 281 万股，本次质押占其所持股份比例 2.24%。截至 6 月 8 日，富临集团已质押其拥有公司股份总数的 94.63%。富临集团这一情况并非个例，本次下跌过程中，出现了触碰平仓线的公司，为了防止被强平或公司易主的情况发生，涉及股权质押“雷区”的上市公司纷纷通过补充质押、停牌、持续增持等手段自救。从补充质押的公告数来看，2017 年 4 月、5 月补充质押的公告数大幅增加，分别达到 59 条、140 条，创历史新高。

另一方面，为了防止股权质押平仓风险的发生，不少上市公司的实际控制人或董事长纷纷号召员工进行“兜底式”增持，被业内戏称为“用嘴增持”。数据显示，仅 6 月 2 日到 6 月 7 日的四个交易日，就有 21 家上市公司控股股东或董事长呼吁员工增持，并且承诺兜底。从这些公司的情形来看，主要以深交所中小创为主。如果进一步查阅这些上市公司资料，多数存在大股东高比例质押的问题，或是处在限售股解禁期、询价非公开发行等特定期间。

其中，雪人股份于 5 月 25 日公告，公司实际控制人林汝捷累计质押股份 14138.63 万股，占其所持公司股份总数的 78.40%。另外，第二大股东陈胜累计质押股份 5377 万股，占其所持公司股份总数的 84.16%。青岛金王控股股东股权质押比例达 99.98%；今年 1 月智慧松德的股票质押公告显示，控股股东郭景松累计质押股份占其持有公司股份的 99.90%；科陆电子 4 月 26 日公告，实际控制人饶陆华处于质押状态的股份，占其所持公司股份总数的 94.64%。

### 质押规模再难快速扩张

除了股票市场价格波动给股权质押业务带来的风险之外，减持新规的发布，也使得股权质押质押物流动性面临更为严峻的挑战。5 月 27 日，证监会发布了减持新规，执行股票质押协议也适用于此规定。兴业证券认为，股票质押和可交换债转股同样纳入新规范畴，意味着大股东集中质押的场内质押式回购业务的平仓受限。考虑到大股东质押已经成为市场主流，股票质押市场的流动性将整体弱化，市场平均质押率水平将下行，股票质押规模也很难再快速扩张。

兴业证券认为，从融资人特点来看，股票质押市场规模快速成长的核心原因之一是融资门槛低。存量业务数据显示，股票质押业务的融资方集中在民企居多或小市值上市公司为主的行业。这类企业难以找到股票质押之外其他替代融资方式，因此形成日益旺盛股票质押融资需求。在没有好的替代融资方式的情况下，融资人一方面会被动接受更高的价格和更低质押率，项目收益风险匹配程度提高；另一方面，融资人会适度转向其他融资方式，对应的融资利率也会上升。

另一方面，业内人士普遍认为，从业务风险控制的角度来看，券商在股权质押方面设置的平仓线都非常保守，整体风险较为可控。上交所方面此前也表示，截至 5 月 23 日，上交所股票质押式回购交易业务待购回余额 4231 亿元，总体业务履约保障水平较高。虽然个别股票下跌可能导致违约风险，但证券公司通过要求客户补充质押、提前还款等方式提高履约保障比例，实际违约处置的金额很低。自 2017 年以来，违约处置金额约为 0.31 亿元，是待购回余额的约万分之一。