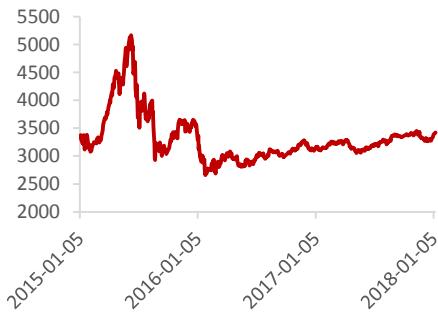




独角兽能重塑 A 股生态吗？

■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告：

《中美贸易战对A股影响几何？》——

—2018/03/20

《鉴古知今，两会前瞻：首次淡化经济增长的两会》——2018/02/25

《反者道之动-四季度基金持仓研究》——2018/01/29

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL：zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190210090002

证券分析师助理：万科麟

电话：010-88695238

E-MAIL：wankl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100013

结论：独角兽概念短期提升了市场风险偏好，中期看将吸引增量资金进入 A 股，长期看利好定价体系的合理回归，对 A 股形成分化作用，降低当下 A 股优质公司的稀缺性。对比后我们发现，一级市场对独角兽企业定价与二级市场对行业龙头定价仍有偏差。

独角兽公司在 A 股的上市方式分两种，即用 CDR 实现回归以及通过绿色通道上市实现“两条腿走路”。短期来看，独角兽在 A 股上市的预期提升市场整体风险偏好已经成为现实，但中期风险偏好能否维持存疑：从监管层及政府的密集发声可以看出中概股通过 CDR 实现回归已成大概率事件，而 CDR 模式最大缺陷则是定价权在境外而非境内。此前，我们在多篇专题报告中已提到以美国为代表的海外市场存在较大的调整风险；另一方面，利用另一途径——IPO 绿色通道实现未上市独角兽公司上市的可能结果已经清晰可见：提升筹码供给，减少现有优质科技公司的稀缺性，使得估值合理回归。

独角兽概念股当下仍然只是处于概念炒作阶段。1、回归到当下 A 股的独角兽概念 (wind 概念指数) 个股，从相对估值指标来看，无论用市盈率、市净率、市现率还是市销率来看，均存在明显高估，绝大多数独角兽概念个股实质是“参股独角兽”概念个股，但参股独角兽为公司经营带来的真正业绩贡献难以预测且非经常损益难以持续，故而当下介入独角兽概念存在巨大不确定性。2、考虑到 CDR 推出需要相关改革举措里包含上市准入标准、交易定价模式、投资者保护、存托管理等方面内容，IPO 绿色通道也需要继续完善相关法律条文，预计年内上市独角兽在节奏上将采用渐进式，过分炒作以及过分担忧都是庸人自扰。

从中期看，不论独角兽采用何种方式上市，其加速上市均可能带来融资额上升，带来一定增量资金：从市场长期对于新兴行业的慷慨来看，按照当下中国独角兽公司的平均估值，给予 1 倍估值溢价的前提下大约将带来 2 万亿以上增量资金。但参照中国台湾地区的经验，制度套利仍是未解决的问题，大概率出现的过热投资热情也将造成过高的估值，短期来看很难找到安全边际。然而，独角兽及其衍生概念的走红背后体现的是国家加速经济转型升级，改革旧有直接融资体系以适应新经济发展的决心，并且优质公司的上市将重塑 A 股过去的估值体系，长期来看对

于市场的出清利大于弊。

投资建议：一二级市场定价模式的不同需要时间进行检验。对于“独角兽”，除了已经在海外市场检验过的公司以外，当前二级市场的定价模式与一级市场仍有落差，很多独角兽当下仍处于营收低下或没有利润的状态。从行业角度看，四大行业中高端制造业营收增速2016年四季度以来超过全部A股，但其他行业的上市公司暂无强证据显示出其高成长特色；从策略角度看，建议对有真实业绩增长且业务在全球或全国范围具有竞争优势的独角兽公司保持长期关注，而中期建议回避。另外，对独角兽放松发行利好估值已接近历史底部的头部券商(在经纪业务萎缩背景下)的创新业务与投行业务。

风险提示：政策大幅转向

目录

前言	5
1、 “两条腿走路”是独角兽企业上市的主要实现方式	5
1.1 通过CDR在境内上市的优缺点解析	6
1.2 IPO绿色通道开启：四大行业独角兽可快速上市	8
1.3 独角兽登陆对A股的影响	8
2. 独角兽概念股当下仍然只是处于概念炒作风口	9
3. 中期来看，增量资金可期	13
4. 一二级市场定价模式的不同仍然需要时间检验	14
4.1 高端制造业	18
4.2 云计算行业	20
4.3 生物科技	21
4.4 人工智能	22

图表目录

图表 1: CDR 全流程	5
图表 2: 可能首批进行 CDR 的中概股	8
图表 3: A 股科技股龙头因稀缺而贵	8
图表 4: 独角兽概念股估值水平	10
图表 5: 独角兽概念股参股情况	11
图表 6: “独角兽”概念个股估值情况	11
图表 7: 独角兽其他公司参股情况 (A 股上市标的)	12
图表 8: 归于沉寂的 TDR	13
图表 9: 成长风格在创业板启动前透支	13
图表 10: 四大战略新兴产业对应 A 股分类	14
图表 11: 从 ROE 来看进入相对景气期右侧的行业	14
图表 12: 新兴行业营收增速与全部 A 股 (1)	15
图表 13: 新兴行业营收增速与全部 A 股 (2)	15
图表 14: 新兴行业营收增速与全部 A 股 (3)	15
图表 15: A 股新经济行业中成长性排名靠前公司	16
图表 16: 未上市独角兽企业估值与基本状况	17
图表 17: 已上市符合要求红筹企业	18
图表 18: 半导体需求回暖	19
图表 19: (工程机械) 传统设备行业持续出清	19
图表 20: 云计算潜在市场规模与增速	20
图表 21: 国内市场份额占比 (公有云)	20

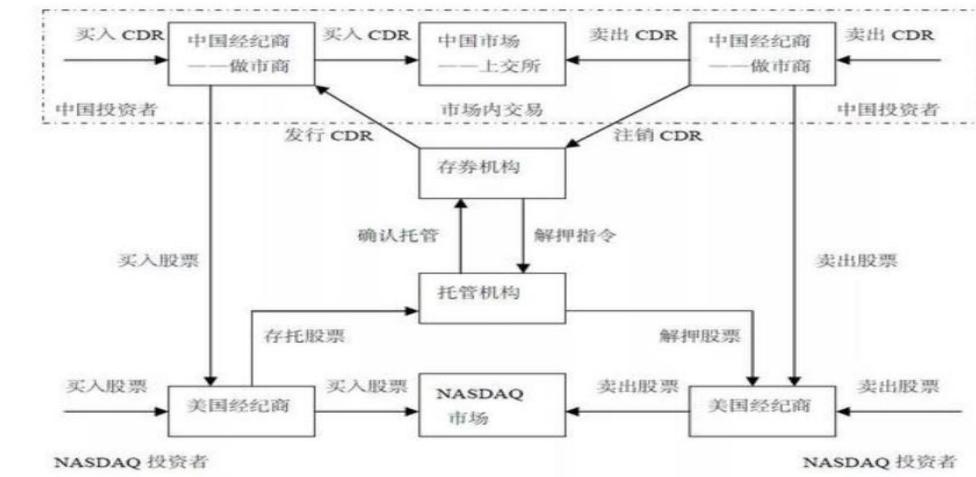
前言

2018 年 1 月 9 日起，监管层开始密集发声支持新经济，在随后的 2018 年工作会议中，证监会明确提出“稳步推进股票发行制度改革，增加制度的包容性和适应性”。二月底，证监会开始为云计算、人工智能、生物科技、高端制造四大行业中的独角兽公司开启 IPO 绿色通道。两会前后，相关代表也表示，证监会支持国家战略性新经济企业是一个导向，重点是支持创新型、引领型、示范型的企业，会从 IPO 等方面予以支持。3 月 30 日，证监会发布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》。

1、“两条腿走路”是独角兽企业上市的主要实现方式

CDR (Chinese Depository Receipt) 是指在中国内地证券市场发行和流通的代表境外注册公司基础证券的存托凭证，旨在实现红筹股(以及中概股)回归 A 股市场。自 2001 年开始，上交所就开始研究红筹公司境内发行股票或 CDR 上市、战略新兴产业企业发行上市相关问题，为优质创新企业实现境内上市打下了方案设计、制度研究和技术实现等方面的基础。

图表 1：CDR 全流程



资料来源：网络公开资料，太平洋研究院整理

1.1 通过 CDR 在境内上市的优缺点解析

从机制设计上看，红筹企业通过 CDR 上市有如下几个优点：发行流程简单，发行成本低，有利于提高股票流动性、规避汇率风险和提升公司知名度。

第一，对于企业而言，发行 CDR 可以避开法律对在境内发行股票、债券的公司在注册要求、信息披露、会计准则等方面的要求，并享受某些豁免，从而以较低的成本进入市场。相比于 360、暴风等中概股通过私有化、拆解 VIE 架构并借壳回归（耗费时间在 1-2 年），节省了上市审批所需要的时间，降低了不确定性，省去了回购股票私有化这一步骤。且 CDR 的发行增加了发行公司的透明度，扩大了发行公司及其产品在市场上的知名度，提高了企业的形象，能够提升对海外证券投资者的吸引力；同时，从直接融资层面上看，CDR 是发行公司股权的释出，不是债务，可以优化企业的财务结构；发行 CDR 所得的人民币收入，可以直接用于公司内地投资，避免了海外筹资汇回国内可能发生的汇率风险；最后，凭证市场与基础股票市场的分离有利于稳定基础股票的市场价格。

第二，对于境内投资者而言，优点主要在于可以共享中国经济转型带来的收益并且提供了便捷性。能够回归的中概股公司已经得到了市场认可，能取得 CDR 发行资格的大概率是其中业绩良好、治理机制健全且经过了成熟估值体系重塑的公司，投资者的投资预期回报不低；CDR 以人民币计价发行，与直接投资海外股票相比，投资者可以降低汇率风险，以及货币兑换所带来的成本；CDR 存券银行和托管银行统一代理交易过户、清算等事宜，降低了投资成本，避免了跨国投资在买卖交割、票券运送上的麻烦；CDR 增加了市场上的证券品种，投资者有了更多选择，有利于分散风险。

第三，对于证券市场而言，长期利好境内市场的建设。从长期来看，CDR 无疑将推动我国证券市场向国际化方向发展，推出 CDR 可以展示我国在证券市场发展与开放方面所作出的努力和取得的成果，提高我国证券市场及交易所的国际知名度；由于发行 CDR 的公司已经建立了一整套国际化水平的运作机制，投资收益预期高，引入内地市场后会吸引更多增量资金入市，为市场注入新鲜的活力，繁

荣我国证券市场；同时通过 CDR 方式吸引独角兽回归将降低融资规模（经验来看，约占总市值规模的 4%-10%，第一批入围 CDR 名单的公司融资规模约在 3200 亿-8000 亿之间）另外，推出 CDR 也提升了中国市场与国际市场的接轨程度，海外的成熟估值体系也有利于风险的迅速出清。

潜在风险方面，红筹企业通过 CDR 上市的弊端主要体现在于市场成熟度、跨市场监管协同存在障碍、资本账户开放程度以及投资者无法参与公司治理等问题。

1、从市场成熟度来看，当下 A 股市场投资者成熟度仍然有待提高，概念炒作氛围虽然此前得到了有效遏制，但投资者体现出的投机风格仍旧难以改变。

2、以境内市场的轮动节奏来看，一旦 CDR 相关标的由于境内投资者短线投机热情高涨出现过快上涨，则很容易出现同股不同价，而与资本账户开放形成悖论：外汇管制与人民币在资本项目下不可自由兑换是推出完整的 CDR 制度的重要制度障碍。CDR 制度的核心是基础股票和存托证券的相互转换，这是一种正常的资本流动形式，而限制资本的流动就等于扼杀了存托凭证的生命力。假如中国资本账户开放程度高，那么在同股不同价的背景下则会出现无风险套利空间威胁金融安全；假如中国资本账户开放程度不高（现状），那么吸引国际投资者形成国际资金增量配置中国优质公司则无从谈起，有可能成为另一个 B 股，对于这一潜在问题，监管层大概率会通过有限 CDR 融资汇出比例来进行修复。

3、跨市场监管协同存在障碍，中国市场对于上市公司监管原则与外围市场不同（例如《证券法》中规定对于上市公司实体的顶格处罚仅 60 万，退市机制相比海外更是宽容），在协同监管上存在阻碍，即在监管 CDR 相关标的上存在真空地带，对于定价权主要掌握在海外市场的股票而言，保护其投资者难度较大。

4、投资者难以参与公司治理。通过 CDR 投资企业与二级市场直接购买股票不同，投票权掌握在托管机构（银行或券商）手中，其中存在代理人问题，并且国内法规也难以对此问题做出约束。

1.2 IPO 绿色通道开启：四大行业独角兽可快速上市

通过对云计算、人工智能、生物科技以及高端制造四个行业设立特审特批的绿色通道，提速独角兽公司上市是另一种办法。相较 CDR 方式，其优势及弊端显得直接：优势在于，无需考虑资本账户开放问题、无需考虑监管协同问题、无需考虑可能存在的流动性问题，投资者可以直接参与公司治理，也能起到为新经济企业融资帮助其成长的目的。弊端则在于，失去了与成熟市场估值接轨的锚，独角兽公司本身经营未经过资本市场检验，不确定性较高，且融资额相较 CDR 方式来得更大容易在短期内造成市场失血，于中国市场对外开放的长期任务也无法起到作用。

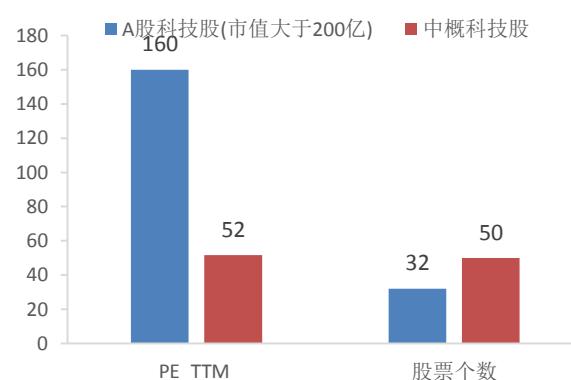
1.3 独角兽登陆对A股的影响

短期来看，独角兽在 A 股上市的预期提升市场整体风险偏好已经成为现实，但以 A 股的节奏看中期风险偏好能否维持存疑：从监管层及政府的密集发声可以看出中概股通过 CDR 实现回归已成大概率事件，而 CDR 模式最大缺陷则是定价权在海外而非境内，我们在多篇专题报告中已提到以美国为代表的外围市场存在巨大的调整风险；另一方面，利用另一途径——IPO 绿色通道实现未上市独角兽公司上市的可能结果已经清晰可见：提升筹码供给，减少现有优质科技公司的稀缺性，使得估值合理回归。

图表 2：可能首批进行 CDR 的中概股

企业名称	市值	市盈率	
		TTM	2018E
百度	886亿美元	31.63	26.55
阿里巴巴	5032亿美元	49.02	51.3
腾讯	45084亿港币	61.49	54.06
京东	628亿美元	-2693.32	205.59
携程	255亿美元	77.69	54.68
微博	301亿美元	85.29	57.5
网易	413亿美元	25.2	18.1
舜宇光学	1776亿港币	50.5	35.94

图表 3：A股科技股龙头因稀缺而贵



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2. 独角兽概念股当下仍然只是处于概念炒作风口

1、回归到当下A股的独角兽概念（wind概念指数）个股，其大幅反弹更多由市场风险偏好驱动而非基本面出现了明显改善。从相对估值指标来看，无论用市盈率、市净率、市现率还是市销率来看，均存在明显高估，绝大多数独角兽概念个股实质是“参股独角兽”概念个股，但参股独角兽为公司经营带来的真正业绩贡献难以预测且非经常损益难以持续，除非用创投公司的方式进行估值，故而当下介入独角兽概念存在巨大不确定性。细分来看，统计独角兽概念股的估值情况，整体来看估值水平较高，除安彩高科(PE为956.45)与东软集团(PE为-591.53)外，其余21家企业中，国机汽车、精达股份、宇环数控、东方网力、赢时胜、绿盟科技略低于行业平均水平，其余15家企业的估值均远高于行业整体。

2、考虑到CDR推出需要相关改革举措里包含上市准入标准、交易定价模式、投资者保护、存托管理等方面内容，IPO绿色通道也需要继续完善相关法律条文，预计年内上市独角兽在节奏上将采用渐进式，过分炒作以及过分担忧都是庸人自扰。

图表4：独角兽概念股估值水平

排名	代码	简称	申万一级行业	净资产收益率ROE		市盈率PE			市净率PB(MRQ)	
				2017三季报	行业	TTM	18E	19E	行业	
						27.83	20.16	17		2.57
				3.475		58.93	31.85	24.72		4.17
1	601628.SH	中国人寿	非银金融	8.56	19.67	23.48	18.32	15.65	2.36	2.17
2	600570.SH	恒生电子	计算机	11.21	71.12	317.36	57.22	44.86	11.78	5.16
3	603019.SH	中科曙光	计算机	2.6	71.12	136.71	72.92	50.97	10.55	5.16
4	000987.SZ	越秀金控	非银金融	4.99	19.67	40.56	28.41	22.47	1.99	2.17
5	600728.SH	佳都科技	计算机	7.21	71.12	83.72	48.38	34.54	5.55	5.16
6	600718.SH	东软集团	计算机	2.12	71.12	-591.53	25.95	20.34	2.12	5.16
7	600635.SH	大众公用	公用事业	4.93	27.08	32.52	--	--	2.08	2.08
8	300367.SZ	东方网力	计算机	4.83	71.12	36.75	25.02	19.29	4.25	5.16
9	600335.SH	国机汽车	汽车	9.05	19.77	15.02	10.63	8.98	1.48	2.67
10	300377.SZ	赢时胜	计算机	3.24	71.12	63.37	35.29	24.72	4.27	5.16
11	000829.SZ	天音控股	商业贸易	1.4	28.85	54.49	--	--	4.65	2.35
12	300369.SZ	绿盟科技	计算机	-2.57	71.12	69.14	38.12	30.04	3.91	5.16
13	600577.SH	精达股份	机械设备	8.96	43.34	30.49	--	--	3.27	2.87
14	002226.SZ	江南化工	化工	2.5	23.76	106.42	--	--	2.61	2.21
15	600207.SH	安彩高科	综合	0.48	38.12	956.45	--	--	4.56	2.15
16	002769.SZ	普路通	交通运输	11.89	21.48	40.85	27.08	21.72	5.65	2.31
17	000936.SZ	华西股份	化工	2.7	23.76	37.4	--	--	1.56	2.21
18	002137.SZ	麦达数字	传媒	3.71	43.15	97.43	68.14	53.77	4.09	3.53
19	002208.SZ	合肥城建	房地产	1.34	14.72	82.15	--	--	3.23	2.13
20	002903.SZ	宇环数控	机械设备	21.78	43.34	40.13	25.22	--	12.13	2.87
21	300390.SZ	天华超净	电子	2.8	41.28	194.12	--	--	4.5	5.00
22	300479.SZ	神思电子	计算机	2.82	71.12	145.66	42.03	27.35	7.93	5.16
23	002126.SZ	银轮股份	汽车	2.26	19.77	23.75	18.28	15.62	3.56	2.67

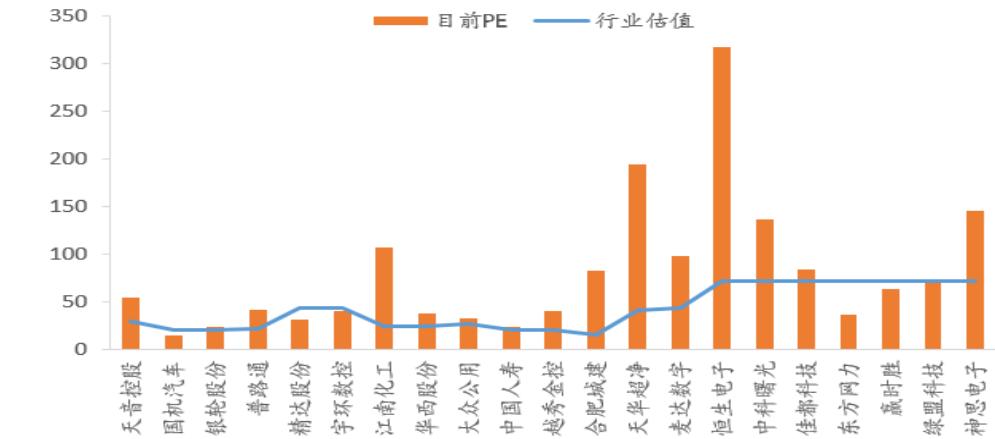
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 5: 独角兽概念股参股情况

1	601628	中国人寿	2016 年 6 月向中国叫车服务滴滴出行投资 6 亿美元; 2017 年 1 月通过旗下公司入股药明康德
2	600570	恒生电子	间接持股蚂蚁金服
3	603019	中科曙光	航天星图为公司的参股公司（持有航天星图 34% 股份），刚刚启动 IPO，目前不确定是否可能走绿色通道。另外，中科曙光表示，公司与寒武纪未来将主要在智能服务器、超级计算机等方面开展合作。
4	000987	越秀金控	投资云从科技和宁德时代
5	600728	佳都科技	参股的 AI 独角兽云从科技拟 IPO 上市
6	600718	东软集团	持股东软医疗，关联上海联影
7	600635	大众公用	参股了一系列创投基金，例如用 2.5 亿参股华人文化基金，而华人文化产业基金是饿了么股东
8	300367	东方网力	商汤科技相关
9	600335	国机汽车	2016 年中报披露，当年 6 月，公司启动“滴滴出行”投资项目，于 7 月 27 日正式签约，出资 2 亿元认购股权投资基金份额，参与滴滴出行 A18 轮融资
10	300377	赢时胜	投资东方金信、东吴在线等
11	000829	天音控股	向珠海市魅族科技有限公司投资 2 亿元，以认购新增注册资本方式取得魅族 0.655% 股权
12	300369	绿盟科技	邦盛科技相关
13	600577	精达股份	小米相关
14	002226	江南化工	2015 年 7 月投资 5000 万元于图灵机器人，获得 14.44% 股权
15	600207	安彩高科	第二大股东是富士康旗下子公司
16	002769	普路通	电子领域的重要客户为小米
17	000936	华西股份	公司子公司一村资本出资 5,000 万元人民币投资宁德时代新能源科技股份有限公司。
18	002137	麦达数字	公司已投资的赢销通、六度人和（EC）、富数科技等都属于云计算细分领域的龙头企业
19	002208	合肥城建	蚂蚁金服相关
20	002903	宇环数控	富士康精密磨削设备提供商
21	300390	天华超净	公司控股股东及实际控制人裴振华先生持有联合创新 79.91% 股份，联合创新持有宁德时代 9.4%
22	300479	神思电子	依图科技相关

资料来源：上市公司公告，太平洋研究院整理

图表 6: “独角兽”概念个股估值情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

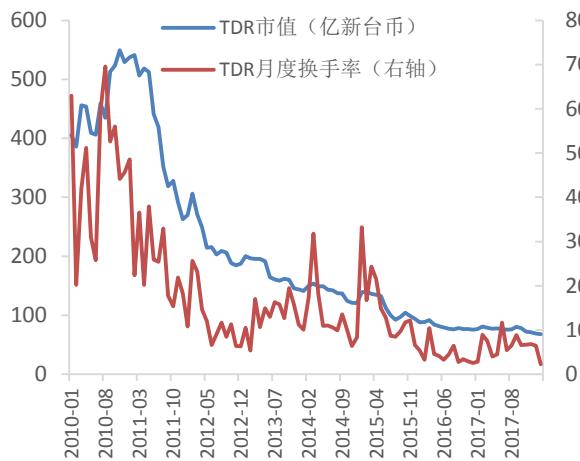
图表 7: 独角兽其他公司参股情况(A股上市标的)

序号	公司名称	所属行业	部分参股标的
1	小米科技	信息科技	精达股份, 普路通, 卓翼科技, 共达电声, 美的集团, 永利股份, 长盈精密, 开润股份, 九安医疗
2	DJI 大疆科技	信息科技	大唐电信, 欣旺达
3	优必选科技	信息科技	科大讯飞
4	魅族	信息科技	天音控股
5	柔宇科技	信息科技	大众公用, 中信银行, 中国农业银行, 中国工商银行, 中国银行, 平安银行
6	Ninebot 纳恩博	信息科技	鼎力联合
7	寒武纪科技	信息科技	中科曙光, 科大讯飞
8	富士康	信息科技	安彩高科, 宇环数控, 昊志机电, 深南电路, 赛腾股份, 京泉华, 光韵达
9	依图科技	信息科技	神思电子
10	云从科技	信息科技	佳都科技, 越秀金控
11	东方金信	信息科技	赢时胜
12	东吴在线	信息科技	赢时胜
13	图灵机器人	信息科技	江南化工
14	美团点评	本地生活	光线传媒, 浪潮信息
15	饿了么	本地生活	华联股份, 三全食品
16	口碑网	本地生活	银湖资本
17	神州优车	共享出行	中金公司
18	蚂蚁金服	金融	高伟达, 合肥城建, 张江高科, 健康元, 金字火腿, 万向德农, 海泰发展, 承德露露, 绿地控股, 永安行
19	陆金所	金融	中国平安
20	借贷宝	金融	九鼎投资
21	众安保险	金融	中国平安
22	京东金融	金融	嘉实投资, 中国太平
23	微贷网	金融	中信建投, 汉鼎股份
24	微众银行	金融	中国平安, 招商证券
25	商汤科技	企业服务	东方网力, 立昂技术, 科大讯飞, 电广传媒
26	滴滴出行	汽车交通	浙江龙盛
27	威马汽车	汽车交通	天汽模, 春兴精工, 四维图新
28	蔚来汽车	汽车交通	科大智能, 江淮汽车, 长安汽车, 奥特佳, 四维图新

资料来源：天眼查，太平洋研究院整理

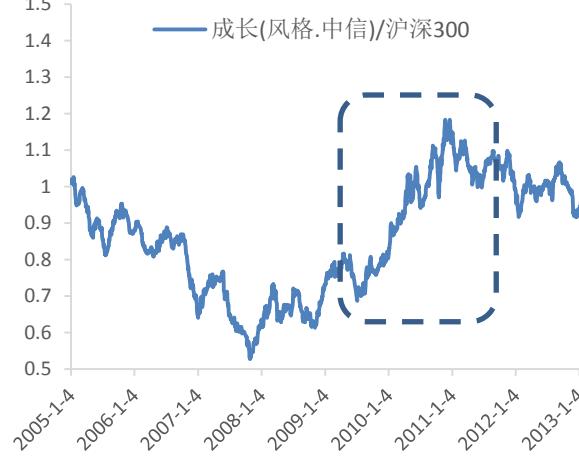
3. 中期来看，增量资金可期

图表 8：归于沉寂的 TDR



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：成长风格在创业板启动前透支



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从中期看，不论独角兽及中概股采用何种方式上市，其加速上市均可能带来融资额上升，即带来一定增量资金：从市场长期对于新兴行业的慷慨来看，按照当下中国独角兽公司的平均估值，给予 1 倍估值溢价的前提下大约将带来 2 万亿以上增量资金。但是，制度套利仍是未解决的问题，大概率出现的过热投资热情也将造成过高的估值，按照台湾地区 TDR 的经验以及中国在创业板启动前成长股预期高涨，而中期却透支了成长性的经验来看，短期投资这些独角兽很难找到安全边际。然而，独角兽及其衍生概念的走红背后体现的是国家加速经济转型升级，改革旧有直接融资体系以适应新经济发展的决心，并且优质公司的上市将重塑 A 股过去对稀缺科技龙头过于高估的估值体系，对于市场的出清利大于弊。

以 CDR 方式为例，从国际经验来看，CDR 推出后应占总市值规模大约 4%-8%，而年内第一批通过 CDR 回国的独角兽企业总体市值约为 8 万亿人民币左右，融资额取中位数约为 6400 亿，若融资比例为 4%，则融资额大约为 4000 亿，若为 8%，则融资额约为 8000 亿人民币。如果采用渐进式方式试点逐步放开的话（假设频率为每个月上市一家 2000 亿以上市值红筹公司，且每次融资比例约 6%），对市场整体冲击并不大。

4. 一二级市场定价模式的不同仍然需要时间检验

对于“独角兽”公司，当前二级市场的定价模式与一级市场仍有落差，很多独角兽当下仍处于营收低下或没有利润的状态。从策略角度看，建议对有真实业绩增长且业务在全球或全国范围具有竞争优势的独角兽公司保持关注，中期建议回避。另外，对独角兽放松发行利好估值已接近历史底部的TOP券商的创新业务与投行业务。

我们认为鼓励独角兽上市更多与“金融服务实体经济”任务相适应，故而仍然选取享受绿色通道的四大行业（人工智能、云计算、高端制造、生物科技）进行研究。

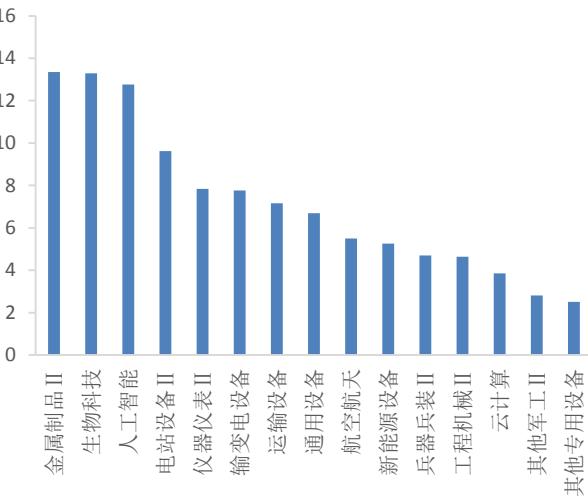
四大行业产业链大概有如下分类：高端制造行业主要为制造业产业链中附加值较高或代表国家战略新兴方向的未来附加值预期较高的行业，当前A股对应标的中主要以周期性设备制造行业（工程机械、运输设备、电站设备、通信设备等）为主，但在日后有望加入更多的微笑曲线两侧的子行业，如无人机行业、高端锂电设备等；生物科技主要有化学制药、创新药、高端医疗设备等；云计算与人工智能均为信息科技领域行业，细分行业中重叠程度，主要有半导体、计算机硬件、传媒、计算机软件、IT服务等。

图表 10：四大战略新兴产业对应 A 股分类

高端制造	生物科技	人工智能及云计算
工程机械 II	化学制药	半导体 II
其他专用设备	生物医药 II	电信运营 II
通用设备	其他医药医疗	计算机硬件
运输设备		传媒 II
仪器仪表 II		电子设备 II
金属制品 II		其他元器件 II
电站设备 II		通信设备制造
输变电设备		增值服务 II
新能源设备		计算机软件
航空航天		IT 服务
兵器兵装 II		
其他军工 II		

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：从 ROE 来看进入相对景气期右侧的行业

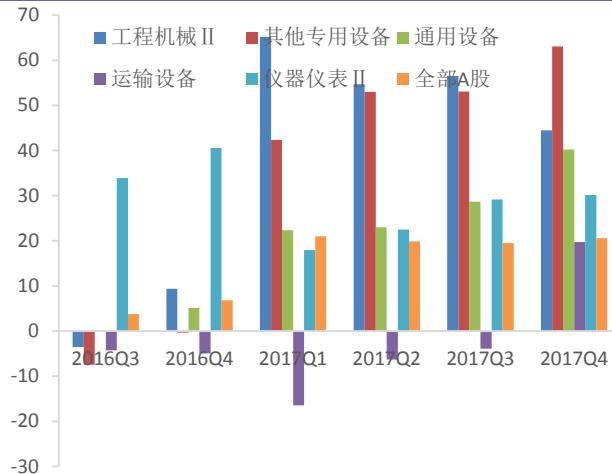


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

以下分别对独角兽享受绿色通道的四大行业基本面进行梳理，并对其中三大行业独角兽的经营状况进行总结（人工智能行业独角兽暂无市占率、增长率等经营数据）：我们选取这些细分行业中 ROE 前 20% 的行业，即盈利周期已经进入右侧的行业。另外，对于仍在盈利周期处在左侧的行业，我们用最能说明市场空间的营收增速筛选行业。筛选标准：2016Q3（宏观经济开始复苏）到 2017 年 Q3 五个季度中至少有三个季度营收增速高

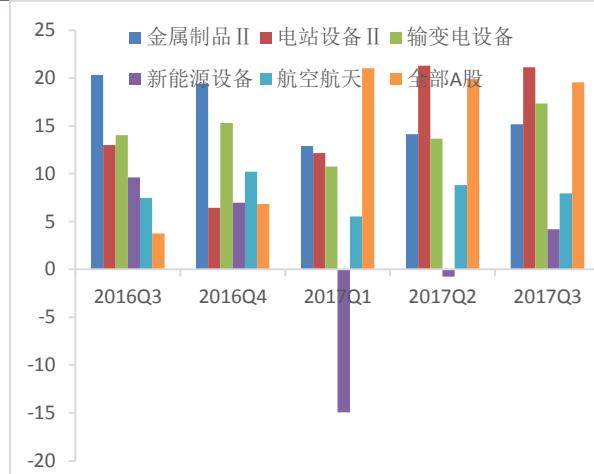
于全部 A 股营收增速，但除上述行业 (ROE 前 20%) 外并无找到能够在营收方面实现高增长的新兴行业，故而，在当下，新兴行业或许仍需时间进行孕育。

图表 12：新兴行业营收增速与全部 A 股 (1)



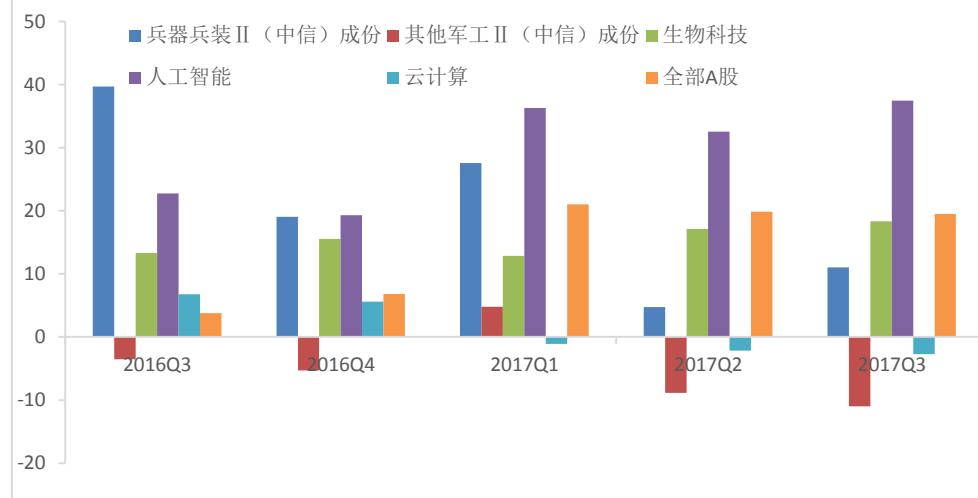
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 13：新兴行业营收增速与全部 A 股 (2)



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 14：新兴行业营收增速与全部 A 股 (3)



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

在挑选出行业的基础上，我们挑选出在这些行业中成长性与 ROE 排名前 20% 的公司，并整理其估值，是否具有投资价值则需要看市场风险偏好将如何演绎。

图表 15: A 股新经济行业中成长性排名靠前公司

行业	证券代码	证券简称	经济复苏以来平均营收增速	PE(TTM)	ROE(TTM)
工程机械 II	600710.SH	ST常林	51.75376	22.8800	20.247
其他专用设备	002366.SZ	台海核电	166.83674	21.98318	30.2795
	002833.SZ	弘亚数控	58.90262	30.84445	21.3508
	300619.SZ	金银河	127.143225	63.18703	18.3992
	603638.SH	艾迪精密	49.330825	49.18454	13.6109
	300116.SZ	坚瑞沃能	1537.6738	35.50442	12.4979
	300450.SZ	先导智能	80.53262	62.74103	38.8237
通用设备	300607.SZ	拓斯达	109.768325	60.54153	25.7045
	603338.SH	浙江鼎力	67.73502	43.76649	23.1058
	300457.SZ	赢合科技	118.32442	38.74422	18.4497
	300589.SZ	江龙船艇	51.2991	66.9668	18.064
运输设备	300410.SZ	正业科技	101.5648	35.0302	10.840
金属制品 II	002645.SZ	华宏科技	126.53496	34.42432	6.3974
电站设备 II	002452.SZ	长高集团	63.2883	40.2486	9.461
输变电设备	002323.SZ	雅百特	41.06636	16.74628	30.9068
	300484.SZ	蓝海华腾	69.28734	32.97458	24.9661
	002074.SZ	国轩高科	41.11548	27.18344	22.9449
	300693.SZ	盛弘股份	44.82148	62.4439	20.2449
新能源设备	601012.SH	隆基股份	68.94654	19.17058	24.7797
航空航天	300696.SZ	爱乐达	98.9969	70.9008	31.380
其他军工 II	300447.SZ	全信股份	50.7113	45.4933	13.716
生物科技	300482.SZ	万孚生物	62.70756	53.1077	20.2594
人工智能	300044.SZ	赛为智能	86.6447	39.89713	15.4362
	300036.SZ	超图软件	79.38494	47.57263	10.1915

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

另外, 根据最新 CDR 新政精神, 在财务指标及估值指标上与市场此前预期的独角兽“大放水”不同, 对海外上市的红筹企业需要市值在 2000 亿人民币以上, 对未上市的独角兽企业需要估值 200 亿人民币以上, 我们整理出符合上市条件的新经济企业与其营收数据, 在此不做评判, 希望让投资者可以对其体量及业务是否称得上体量有相应的了解。

图表 16: 未上市独角兽企业估值与基本状况

企业简称	行业	2017年营业收入	市值估值 (亿人民币)
蚂蚁金服	互联网金融	税前利润达到131.89亿元	4000
滴滴出行	汽车交通	GMV (交易总额) 达到250-270亿美元; 主营业务亏损2亿多美元, 整体亏损3-4亿美元	3000
小米	硬件	约190亿美元	2000
美团点评	互联网服务	342亿元 (54亿美元)	2000
今日头条	文化娱乐		1000
宁德时代	汽车交通	199.96亿元	1300
陆金所	互联网金融		1000
大疆	机器人	180亿元 (27亿美元)	800
口碑	互联网服务		500
菜鸟网络	物流服务		500
京东金融	互联网金融	超过百亿	500
饿了么	互联网服务		500
神州优车	汽车交通	98.6亿元	400
链家	房产服务		400
微众银行	互联网金融		400
威马汽车	汽车交通	上半年营收4698万元	300
爱奇艺	文化娱乐	约173亿元	300
联影医疗	医疗健康		300
蔚来汽车	汽车交通		300
魅族	硬件	超过200亿元	300
优必选	机器人		300
快手	文化娱乐	80亿元	200
车好多集团	电子商务		200
复宏汉霖	医疗健康		200
智车优行	汽车交通		200
平安好医生	医疗健康	前三季度实现营业收入10.16亿元	200
大地影院	文化娱乐	上半年营收9.05亿元	200
同程旅游	互联网服务		200
酒仙网	电子商务		200
ofo	汽车交通		200
柔宇科技	硬件		200
乐信集团	互联网金融	16亿元	200
银联商务	互联网金融		200
Face++	人工智能	9000万美元	200

资料来源: 根据公开资料, 太平洋研究院整理

图表 17: 已上市符合要求红筹企业

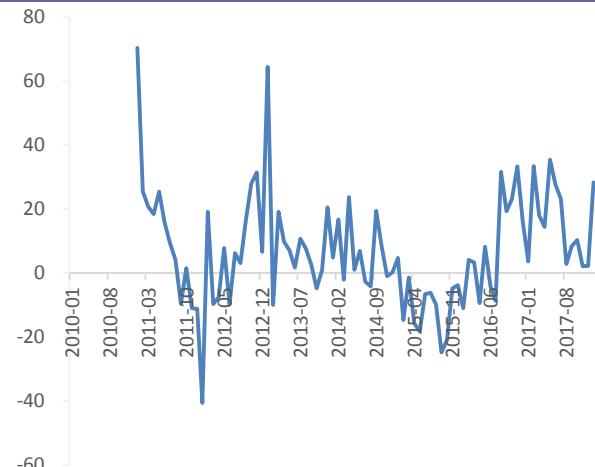
公司简称	上市地点	市值(亿人民币, 截至3月20日)
腾讯控股	香港交易所	31516
阿里巴巴	纽约证券交易所	30998. 34486
中石油	纽约证券交易所	13921. 27065
CHINA CRYSTAL NEW MATERIAL	韩国证券交易所	12559. 02858
中国移动	纽约证券交易所	11956. 62321
中国石油化工股份	伦敦证券交易所	7835. 31504
中石化	纽约证券交易所	7835. 31504
中国人寿	纽约证券交易所	6977. 01753
巨星国际	韩国证券交易所	6581. 56212
百度	纳斯达克	5545. 63044
CHINA HAO RAN RE	韩国证券交易所	4577. 706
中海油	纽约证券交易所	4066. 77159
京东	纳斯达克	3967. 27002
网易	纳斯达克	2629. 23318
中国联通	纽约证券交易所	2396. 29005
中国电信	纽约证券交易所	2197. 24722

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

4.1 高端制造业

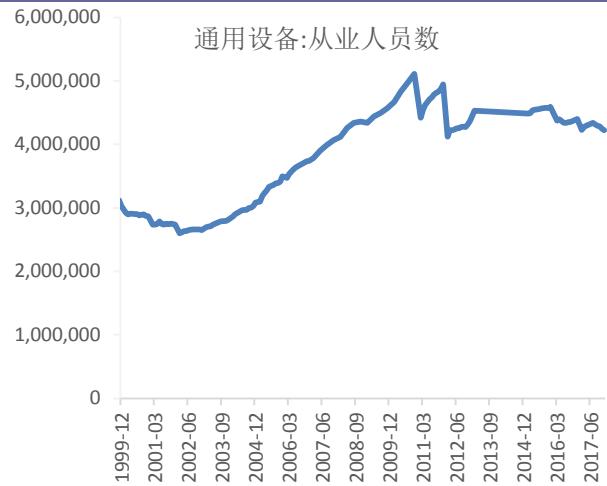
高端制造业共有三条主线: 第一条是随着宏观经济增速降档以及供给侧改革, 传统设备行业的需求由增量需求转为存量替代, 行业门槛得到提高, 龙头享受改革红利, 如轨道交通与工程机械; 第二条主线是随国家大力战略扶持, 产值由低附加值转为高附加值存在新兴市场空间的锂电、半导体与精密仪器设备行业; 第三条为受益下游需求发生迁移(人力成本提升, 机器替代趋势明显)的高端细分子行业如工业自动化。从上述我们用 ROE 选取的情况来看, 金属制品、电站设备、仪器仪表、运输设备、新能源设备等表现较佳, 其行业龙头营收增速也呈现头部效应。从新旧动能切换趋势来看, 随着中国制造 2025 逐步推行, 改变中国制造“大而不强”的重任在于培养出一批高精尖具有高附加值的制造业企业, 长期来看, 行业中的领先企业将具备螺旋向上的阿尔法。以下我们根据能收集到的公开信息, 对未上市的高端制造业企业进行基本面梳理。

图表 18: 半导体需求回暖



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 19: (工程机械) 传统设备行业持续出清



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

富士康: 2015–2017 年分别实现营业收入 2728 亿元、2727.13 亿元和 3545.44 亿元, 同期净利润分别达 143.5 亿元、143.9 亿元和 162.19 亿元; 员工约 26 万人, 人均贡献净利润 6 万元左右, 研发费用 79 亿元, 约占营业额 2.4%。

宁德时代: 估值 1000 亿人民币。2018 年前两月市场占有率达到 40%, 从公司整体财务情况来看, 2016 和 2017 年公司营业收入分别达 148.79、199.97 亿元, 同比回升 160.90%、34.40%。公司营业收入呈现高增长态势, 主要原因在于动力电池下游新能源汽车行业快速发展的拉动, 动力电池需求不断增长, 公司作为国内动力电池龙头企业, 竞争优势明显。从净利润看, 2017 年公司归母净利润 39.72 亿元, 扣非归母净利润 24.70 亿元, 2016 年扣非净利润为 29.57 亿元, 同比下滑 16.5%。

小米公司: 估值 2000 亿人民币。产品涉及手机、笔记本及平板电脑、小米电视及盒子、小米路由器、智能硬件及 MIUI 操作系统, 其中手机全球市场占有率达到 7%, 为苹果外全球第三, 增长速度惊人但近来有所下滑: 2012 年全年售出手机 719 万台, 2013 年售出手机 1870 万台, 2014 年售出手机 6112 万台, 2015 年售出手机超过 7000 万台, 2017 年 Q2 季度出货量 2316 万台, 研发投入约占营业额 5%。

大疆创新: 估值 800 亿人民币。截至 2016 年, 大疆创新在全球已提交专利申请超过 1500 件, 获得专利授权 400 多件, 涉及领域包括无人机各部分结构设计、电路系统、飞行稳定、无线通信及控制系统等; 2013 年度销售额达到 1.30 亿美元, 是 2012 年销售额

的三倍以上；公司已占据全球小型无人机市场 50%以上的市场份额。据 IDC 预计，今年全球消费者和企业无人机的支出为 90 亿美元，预计未来 5 年的年均增长率约为 30%。2017 年，大疆的营收达到 180 亿元，同比增长近八成。

优必选：估值 300 亿人民币。根据优必选官方披露，2014 年到 2015 年，其销售额从 190 万增长到 5000 万，2016 年有望达到 3 亿，2017 年保守估计 9.8 亿，预期 10-15 亿。2016 年，540 台 Alpha 1S 跳舞机器人曾在央视春晚大出风头，在全球优必选已经拥有近 5000 家销售门店，与 App Store 零售店、Walmart、Amazon、Best Buy 等国际巨头都进行过合作。

4.2 云计算行业

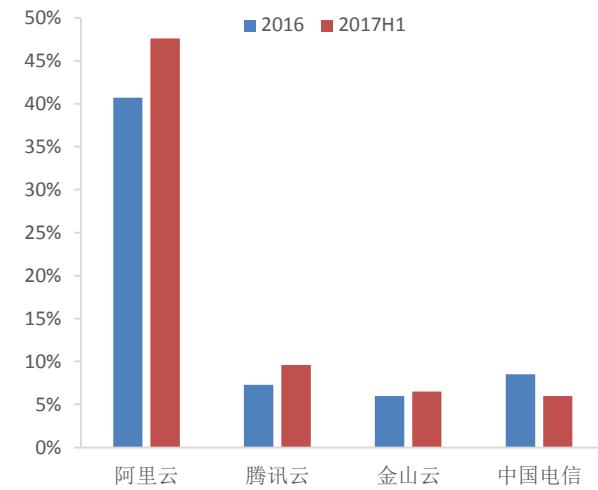
我国云计算市场规模增速高于全球平均水平。根据 Gartner 的数据，2016 年全球云计算市场规模已达 654.8 亿美元，预计 2020 年将达到 1435.3 亿美元，2016-2020 年的年复合增长率（CAGR）为 21.7%。根据中国信息通信研究院的数据，2016 年我国云计算市场规模已达 514.9 亿元，预计 2020 年将达到 1366 亿元，2016-2020 年的年复合增长率（CAGR）为 27.6%，高于全球平均水平。其中的巨头企业已形成阿里独霸，群雄并起的“一超多强”局面。

图表 20：云计算潜在市场规模与增速



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 21：国内市场份额占比（公有云）



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

从 2017 年三季度财报来看，海外云计算三大巨头亚马逊、微软、Alphabet 在该板块业务营收的同比增速分别为 42%、90% (Azure)、40% (云计算+硬件)，国内 sandajutou 阿里巴巴、腾讯、金山在该板块业务营收的同比增速分别为 99%、143%、80%。国内云计算龙头企业的业绩增速明显高于海外市场。我国云计算市场基数相比海外市场较小，且处于需求增长期，行业整体仍有巨大空间。具体公司而言，腾讯云、阿里云、金山云最为值得关注。

阿里云：最新估值达 390 亿美元，财报数据显示 2017 年全年营收达 66 亿，并连续八个季度保持 100% 增速，付费用户数达 87 万以上，国内市场占有率达 40% 以上。

金山云：估值 70 亿人民币。金山软件发布 2017 年全年及第四季度财报。财报显示，金山软件 2017 年全年营收达人民币 51.81 亿元，同比增长 35%。金山云全年营收为 13.33 亿元，同比增长 81%，高于咨询机构 IDC 披露的同期中国公有云市场 58% 的平均增长率。据 IDC 发布的《2017 年上半年中国公有云服务市场追踪报告》，金山云在中国公有云 IaaS 市场份额超过 6.5%，收入位列前三位。目前，金山云在视频、游戏等互联网领域已确立绝对领导地位，同时是中国最大的商用存储云服务商，数据存储量超过 600P。根据 Tractica 发布的报告，2025 年，全球人工智能产业规模将达到 368 亿美元。顺应智能时代发展大势，金山云一直在加强 AI 能力打造，以帮助更多企业享受 AI 红利。今年 6 月，金山云推出覆盖 IaaS、PaaS、SaaS、行业解决方案四个层面的人工智能云 KAP (Kingsoft AI Propeller)，并已经广泛应用在电商、传统制造、智能办公、科研等多个领域，成为金山云新的增长极和引擎。

腾云天下：估值约 70 亿人民币。目前，TalkingData 的平均月活跃用户为 7 亿，为超过 12 万款移动应用，以及 10 万应用开发者提供服务。

4.3 生物科技

要适应新时代新旧动能的切换，需要打破跨国药企的垄断，降低国民医疗成本并实现利润留在国内，这有赖新一批具备创新研发能力的药企；同时，医药制造行业的高毛利率（仅次于烟草制品工业）也足以吸引资本投入。同时与大数据及人工智能相结合，私人医疗、在线医疗、移动医疗模式市场也正逐步扩大中，如在线医疗及移动医疗自 2011 年起年均复合增长率达 30% 以上，新一批生物科技企业将由此受益。A 股上市标的中有恒瑞医药、复星医药、丽珠集团、海正药业、华大基因、贝瑞基因、达安基因、新开源、紫鑫药业等。下面是生物科技行业未上市的“独角兽”公司：

复宏汉霖：估值 200 亿人民币。2014 年度、2015 年度、2016 年 1-9 月营业收入分别为 154.77 万元、23.58 万元、1974.05 万元；净利润分别为 -5108.54 万元、-6979.55 万元、-4466.87 万元。

平安好医生：估值 200 亿人民币。截止至 2017 年底，已经拥有 1.928 亿注册用户。2015 年、2016 年的注册用户分别为 3030 万和 1.315 亿，复合年增长率为 152.3%。2015、2016、2017 的月活用户达到了 560 万、2180 万和 3290 万名，复合年增长率为 142.4%；2015 年亏损 3.23 亿，2016 年亏损 7.4 亿，2017 年前九个月亏损 4.87 亿。

4.4 人工智能

2017 年人工智能全球科技巨头悉数入场，争抢战略制高点，将人工智能作为未来公司竞争力的培养重点。谷歌致力于全面发力；苹果、脸书和亚马逊期望所有的人工智能应用都投入到产品中；微软和 IBM 花重金投入人工智能研究，并刊发大量论文。

AI 技术的门槛较高，但海外巨头先后发力，在人工智能领域进行布局，形成了百花齐放的场面。与此同时，他们普遍看好人工智能的市场，加大了对 AI 科技人才的争夺，AI 新兴公司的收购以及建立 AI 实验室的力度，旨在提高自己人工智能技术的实力。

当下人工智能已经形成了（以数据及计算能力为支撑的）基础层、（以可视化能力及学习能力为核心的）技术层以及（落实到各种医疗、汽车及安防等社会生产领域的）应用层的完善产业链，但盈利模式尚未明确。从经营状况来看，市值较高的上市公司标的为科大讯飞（市值 845 亿，P/E 为 194 倍），而成长性较好估值较为合理的公司为赛为智能，超图软件。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。