

2017年07月27日

銷售部 - 投資策略

債券點評

2017年2季度基金轉債持倉分析

基金轉債持倉減少，佔轉債市值比重創新低。2017年2季度公募基金轉債持倉213億元，環比減少50億元。開放式基金中，債券型和混合型持倉分別減少19.4億元和25.8億元，股票型持倉從2017Q1的5.43億元大幅減至0.80億元。其中，混合一級和混合二級債基轉債持倉分別減少7.4和4.2億元。轉債持倉佔轉債市值的比重降至23.7%（一季度為28.6%），創09年以來的新低。

基金倉位減少，一方面源於轉債市場規模減少；另一方面，基金5月因市場大跌減倉，6月因市場轉暖加倉，但加倉程度仍有限。具體來看，轉債規模減少主要有三個原因：一是歌爾和白雲兩檔基金偏好的白馬轉債退市，二是廣汽、寶鋼等轉股規模較大（如廣汽Q2因轉股大約減少7億元），三是新發轉債規模較小（久其、模塑、永東、山高共計44億元）。上交所資料顯示6月末上交所可轉債市值為527億元、環比減少32億元，但基金上交所可轉債持有市值增加7.7億元（而5月減少22.9億元）。

從持有基金數來看，洪濤轉債位列第一。有178家基金將洪濤轉債列為重倉券，多為債券型和混合型基金持有。持倉量最大的為興全可轉債，持倉市值5014萬元。其次為三一和海印轉債，分別有141和129家基金將其列為重倉券。

從持倉總市值來看，三一轉債居首，其基金重倉券總市值21.39億元，佔三一轉債餘額的48%，而電氣、光大、寶鋼EB、國貿、廣汽和國盛EB位居2~7位，持倉總市值在9.72~18.58億元之間。從基金重倉券佔轉債餘額比重來看，九州、格力、以嶺EB、順昌和汽模轉債50%以上的餘額被列入基金重倉券名單。

從持倉變動情況來看，大幅增持皖新一，大幅減持電氣廣汽。基金重倉券增持前三位個券為皖新EB（+4.71億元）、三一轉債（+4.47億元）和以嶺EB（+3.72億元），減持前三位個券為電氣（-9.03億元）、廣汽（-4.74億元）和海印轉債（-1.25億元）。

轉債基金規模增加，槓桿下降，轉債倉位縮減。2017年二季度末末新增轉債基金，轉債基金資產淨值為61.71億元，環比增加4%。其中，富國轉債和興全可轉債環比增幅最大，分別為21.7%和21.1%。轉債基金整體槓桿率為107%，較2017Q1小幅減少。具體來看，民生加銀轉債槓桿率最高，為132%，興全可轉債、申萬菱信可轉債和銀華中證轉債槓桿率最低，基本沒有槓桿。轉債基金配路可轉債41.27億元，較一季度末減少1.87億元，配置金額佔轉債總市值的4.7%，與一季度持平。轉債基金平均可轉債市值佔基金資產淨值的比重從2017Q1的86%下降至2017Q2的82%。

風險提示：基本面變化、股市波動、貨幣政策不達預期、價格和溢價率調整風險。

行業與主題熱點點評

傳媒：2017 年 H1 遊戲資料點評

2017 年 H1 中國遊戲市場收入達 997.8 億元（同比+26.7%），整體仍維持較高增速。其中手游市場收入達 561.4 億元（同比+49.8%），仍為遊戲市場增長的核心引擎，佔比整體遊戲市場比重已達 56.3%。上半年端游市場規模達 319.5 億元（同比+13.7%），增速在連續三年下降後首度回升至 10%以上。細分領域，遊戲出海和電競是未來遊戲市場增長的亮點。上半年我國遊戲出海市場規模約 39.9 億美元（同比+57.7%）。此外我們認為電子競技是遊戲產業成熟後在中下游產業鏈上重要的投資機會。上半年中國電子競技收入達到 359.9 億元（+43.2%）。

標的推薦：完美世界、三七互娛、遊族網路、中文傳媒。

風險提示：端游頁遊增長持續下滑；市場競爭激烈；新產品表現不及預期，政策風險。

有色金屬：電解鋁自備電廠補繳政府性基金及附加，成本提升或刺激產能收縮

1. 發改委和能源局宣佈清理電解鋁自備電廠欠繳的政府性基金及附加。

網易財經等媒體報導，7 月 25 日，國家發改委和能源局在政策宣講會上表示將全面清理自備電廠欠繳的政府性基金及附加。對於自備電廠的整頓，自 2015 年 11 月國務院公佈《關於加強和規範燃煤自備電廠監督管理的指導意見》就已經開始，《指導意見》中指出企業自備電廠自發自用電量應承擔並足額繳納國家重大水利工程建設基金、農網還貸資金、可再生能源發展基金、大中型水庫移民後期扶持基金和城市公用事業附加等依法合規設立的政府性基金及政府性交叉補貼，各地政府均不得隨意減免或選擇性徵收。2017 年 5 月，國家發改委、能源局下發《關於開展燃煤自備電廠規範建設及運行專項監督的通知》，並會同工信部、財政部、環保部等赴新疆、山東、內蒙古、江蘇、廣西和甘肅六省對自備電廠的基本情況進行督查，並在 7 月 25 日的政策宣講會上表示將全面清理自備電廠欠繳的政府性基金及附加。

2. 補繳政府性基金及附加大幅提升電解鋁成本，或刺激產能收縮。

據 wind 資料顯示，至 2016 年底全國建成約 4300 萬噸電解鋁產能，其中超過 3300 萬噸產能配備自備電廠，電力自給率高達 77%以上。據安泰科，一噸電解鋁約需 13000 度電，電力約佔電解鋁成本的 40%。假設每度電需徵收 0.05 元的政府性基金及附加，每 100 萬噸電解鋁需補繳 $100w * 13000 * 0.05 = 6.5$ 億元。擁有自備電廠的電解鋁企業依靠電價優勢帶來的成本優勢，取得豐厚利潤，產能不斷擴張。此次國家嚴格執行清理自備電廠欠繳政府性基金及附加的政策，不但大幅提升未來的電解鋁行業平均成本，而且補繳所欠基金費或從經濟角度刺激企業縮減不合規產能，助力電解鋁供給側改革更快地推進。

3. 補繳政府性基金消除電價不平等，助力電解鋁行業規範發展。

清理自備電廠欠繳政府性基金的政策從根本上消除了該行業的電價不平等導致的成本不平等情況，有利於規範電解鋁行業，淘汰高能耗高排放的落後產能，也在一定程度上抑制了產能的無序擴張，有利於為電解鋁行業提供一個更加公平、規範的市場競爭環境，從根本上實現去產能和產能結構性升級。

4. 規範自備電廠+去產能多管齊下，供需改善利好鋁價。

據亞洲金屬網，中國電解鋁違規產能約 487 萬噸。截至 7 月中旬，中國電解鋁供給側改革已經影響約 395 萬噸產能，包括 100 萬噸在建產能，160 萬噸左右建成未投產產能和 135 萬噸左右的運行產能。目前我國電解鋁違規產能主要集中在新疆地區和山東魏橋，也是自備電配置率較高的地區和企業。隨著包括山東魏橋和信發集團在內的電解鋁巨頭主動減產，以及後續企業受自備電政策或執行的被動減產，供給側改革必將繼續深化，國家對供給側改革的決心和執行力已充分體現並將進一步增強。去產能、規範自備電廠、碳交易制度疊加上採暖季減產等一系列政策的實施，電解鋁的供需將得到極大改善，基本面和成本支撐同向利好鋁價，電解鋁企業的盈利也將大幅改善，建議關注電解鋁行業龍頭企業：神火股份、雲鋁股份、南山鋁業、中孚實業等。

風險提示：政策的不確定性及下游需求不及預期的風險等。

農業：轉基因專題：風雲際會，蓄勢待發

轉基因技術：天使還是惡魔。轉基因技術可以更加快速、高效地改變目標物種的性狀特徵，從而極大地加快育種的速度、提高育種的效率，在提升作物產量、減輕環境壓力方面相較於傳統種子產品具有明顯的比較優勢。同時，轉基因技術安全風險一直是公眾關注的最大焦點，其對人體健康的潛在危害以及對生態環境的影響是主要的爭議點。

全球轉基因作物產業化現狀。全球轉基因市場規模達 158 億美元，佔全球商業化種子市場規模的 35%。2016 年，全球轉基因作物的種植面積從 1996 年的 170 萬公頃增加到 1.85 億公頃，21 年間增加了 110 倍，成為近年應用最為迅速的作物技術。轉基因作物種植面積大小的影響因素較多，包括農產品的價格，生物質能的需求量，畜禽飼料需求量，生態環境的壓力，政府的監管政策以及消費者的觀念等。目前，大豆、玉米、棉花和油菜是種植最多的四大主要轉基因作物，其中轉基因大豆的種植面積最大，佔全球轉基因作物總種植面積的一半。

轉基因在我國的發展歷程。我國政府對轉基因技術一直非常重視，轉基因的科研工作在我國起步較早，自主創新能力持續提升。目前為止，我國只批准轉基因抗蟲棉和轉基因抗病毒的番木瓜兩個農作物的商業化應用，同時我國允許從國外進口轉基因大豆、轉基因玉米、轉基因油菜和轉基因棉花及相關的直接加工產品，這些組成了當前在我國市場上流通的所有轉基因相關產品。2016 年國內轉基因作物的種植面積達 280 萬公頃，主要是轉基因抗蟲棉。

我國主要種企的轉基因研發實力。從世界範圍來看，憑藉轉基因種子產品在成熟市場的高種植率，孟山都等種業巨頭能實現近百億美金的銷售收入。我們認為，我國轉基因作物商業化推廣範圍的擴大將會循序漸進，

短期可能不會有實質性的變化，但一旦放開，一方面對存量的傳統種子產品市場形成較大的衝擊，另一方面也將由於產品門檻的大幅提高，在市場份額上會集中在少數幾家公司。這對於轉基因技術儲備深厚的企業而言，將是爆發式的發展突破機會。我們重點推薦轉基因育種走在最前列的大北農，同時建議關注隆平高科、荃銀高科和登海種業。

風險提示：轉基因推廣進度不及預期。

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。