

2018年5月18日

銷售部 - 投資策略

宏觀

實體經濟觀察——生產仍旺，需求遇冷

需求：下游地產仍弱，乘用車、家電、紡服走弱，文娛仍強。中游鋼鐵尚可，水泥、化工走強。上游煤炭分化，有色、交運走強。

價格：4月70城房價漲幅回落，上周國內生資價格漲多跌少，國際油價上行。

庫存：下游地產、乘用車回補，中游鋼鐵、化工去化，水泥略回補。上游煤炭有平有補，有色去化。下游行業：

地產：4月70城房價增速降，5月上中旬41城地產銷量仍低迷。乘用車：4月汽車產銷回升，5月前兩周乘用車批零增速回落。家電：4月限額以上家電零售增速回落，地產拉動作用減弱。紡織服裝：4月限額以上零售增速回落，需求內冷外熱。商貿零售：4月零售增速下滑，必需消費低迷，網上零售高增。文體娛樂：上周電影票房人次同比均升，節後觀影熱情不減。

中游行業：

鋼鐵：上周鋼價、毛利降，開工率升，鋼企和社會庫存去化。水泥：上周全國水泥均價繼續上行，庫容比處歷史同期低位。化工：上周PTA產業鏈價格普漲，滌綸POY庫存處同期低位。電力：4月發電量增速回升，5月上中旬發電耗煤同比增速仍高。

上游行業：

煤炭：上周煤價漲跌平互現，電廠庫存回補、鋼廠庫存走平。有色：上周LME銅、鋁價格均漲，銅、鋁庫存雙雙下滑。大宗商品：上周原油價格震盪，CRB指數上升，美元指數續升。交通運輸：4月公路貨運量、港口貨物吞吐量增速升，上周BDI升。

策略

AH 股溢價下降可能是長趨勢

5月前半月港股小幅上漲，能源業、消費品製造業漲幅較高。截至5月16日，5月以來港股上漲0.98%。5月以來全球主要市場大部分上漲，港股漲幅居後。分行業來看，5月以來港股大部分上漲，恒生能源業、消費品製造業漲幅靠前，截至5月16日分別上漲6.43%、5.74%。

港股相對A股大盤藍籌股走強，AH股溢價指數降低。恒生滬深港通AH股溢價指數17年末以來不斷走低，17年9月為134%處於歷史較高時水平，此後不斷下跌，4月30日跌破120%。恒生滬深港通AH股溢價指數跟蹤在內地和香港同時上市的股票價格差異，按流通市值加權平均計算指數成份股溢價（A股股價/H股股價）。17年9月4日AH股溢價指數成份股挑選有較大的調整，剔除72只成交不活躍的股票、納入112只原未納入的兩地上市股票，成份股數變為148只（包括A股以及H股），自此次成份股更改後AH股溢價指數與上證50的相關性顯著，上證50/恒生指數與AH股溢價指數之間相關係數由0.79提升至0.88。17年9月至18年5月16日，港股相對A股大盤藍籌股走強，上證50/恒生指數比值（以2017年1月1日為基準日，基準日比值為100）從94.44下降至83.78，進而帶動AH股溢價下降。同時指數成份中A股、H股金融行業市值占比分別達67.50%、63.36%，金融股占比高，17年9月至18年5月16日，港股銀行業相對A股銀行業走強，中證金融業/恒生金融業比值（以2017年1月1日為基準日，基準日比值為100）從93.84下降至79.13。

AH股溢價可能源于兩地投資者結構差異，長期看溢價可能繼續下降。AH股溢價的存在可能與A股港股的投資者結構差異存在一定關係。港股以機構投資者為主，A股以個人投資者為主。港股以機構投資者為主，機構投資者特別是港股機構投資者偏好低估值的藍籌股，給的估值也更低，這可能導致AH股溢價的存在。長期看，A股市場個人投資者占比自2015年下半年逐年降低，這可能帶動AH股溢價減小。同時隨著滬深港通開通，香港資金不斷北上，大陸資金不斷南下。而且當溢價指數走高/走低時，淨南下資金往往隨著增加/減少，資金傾向于向相對價格窪地流動。隨著兩地投資者的融合，為兩地給的估值差異也可能不斷縮小。長期看，未來AH股溢價可能不斷減少趨於收斂。

低估值高盈利驅動港股長期慢牛行情繼續。近期中美貿易戰繼續演繹，美國10年期國債收益率上行引起市場擔憂。但不同於美股估值處於歷史高位（標普500指數PE（TTM）20.9倍，07年以來從低到高88%分位），恒生指數PE（TTM）為11.8倍（07年以來從低到高27%分位）處於歷史較低水平，橫向對比全球主要市場港股估值最低，港股仍是價值窪地，其低估值核心優勢依舊。同時已披露港股17年年報淨利潤同比增長25.3%、ROE為10.4%，已披露的公司2018年一季報淨利潤同比增速23.1%，強勁的基本面仍是港股長期走勢向好的根本支撐。自港股通開通以來，南下資金持續增加，目前累計金額已超7368.66億元。低估值和強勁盈利核心驅動力不變，長期看好港股慢牛行情。

風險提示：全球經濟形勢惡化。

金融產品研究

海通證券4月私募基金月報短期情緒修復 維持均衡配臍

行業要聞：中國中基協公佈第21批擬失聯私募名單，涉及123家機構；證券類私募“信用報告”上線；場外期權新規正式出爐。

產品發行：2018年4月新發私募基金1227只，較上月減少5.32%，與17年同期相比新發數量減少38.16%。股票策略基金發行占比小幅下降，但產品發行在絕對數量上仍以股票多頭策略基金為主。

業績表現：市場表現：股票市場——4月A股市場籠罩於中美貿易摩擦的陰霾之中，呈現震盪下跌走勢。部分板塊存在階段性行情，風格方面價值風格整體抗跌。債券市場——4月債市收益率先下後上，中上旬由於資金面寬鬆，中美貿易戰升級，避險情緒升溫，利好債市。下旬，由於前期收益率下行過快，疊加美債收益率上行、節前資金面偏緊等多重因素，債券收益率出現上行。商品市場——國內商品指數，4月份商品指數上漲2.05%。基金表現：今年以來，除股票多頭、宏觀策略及組合基金策略以外，其他各策略的平均收益均為正，其中平均收益最高的是市場中性策略為1.86%，最低的為股票多頭策略，僅-3.74%。標準差較大的策略為管理期貨和股票多頭策略。

投資策略：股票市場：海通策略團隊在《守候雲開》報告中指出：從宏觀角度來看，國內基本面和資金面擔憂漸去，理性看待中美貿易摩擦以來首次談判結果，市場預期已較悲觀，無需太擔憂。從微觀角度看，白馬股基本面不差，近期調整源於基金調倉，成長股對自己歷史、價值股、海外科技股，估值並不高。市場估值已回到上證綜指2638 點時，中期趨勢取決於基本面，預計今年全部A股淨利同比13.5%，守候雲開。從配置上看，建議價值龍頭做配置、成長龍頭求彈性。整體來看，我們建議保持權益型產品標準配置。債券市場：海通債券團隊在《步入震盪期，調整好佈局》和《信用風險仍需警惕（上市公司盈利和現金流跟蹤）》報告中指出：1、從利率債角度來看，短期制約因素仍在，但慢牛格局未變，調整更好佈局。2、從信用債角度來看，信用風險仍需警惕。綜合來看，我們建議短期降低固定收益型產品配置至標準略低水平。商品市場：不同商品品種短期有一定分化，因此，本期對管理期貨策略產品維持標準略偏低配置的建議。

風險提示：本報告業績回顧部分是基於基金歷史表現進行的客觀分析點評，涉及的基金不構成投資建議；投資建議部分，需要警惕貨幣政策、證券市場相關政策的不確定性影響。

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。