

2018年7月31日

財富管理-投資策略

策略

A股與港股的三大差異

1. 上市制度：港股上市制度更寬鬆

A股上市條件比港股嚴格，週期行業占比45%更高，A股退市標準更嚴格。對比港股主板和A股主板、中小板上市制度，可以發現A股上市制度相對更嚴格。從公司的財務指標要求上來看，港股現行主板上市制度對不同市值的公司提供了三種標準。此外，A股上市制度在公司經營上做出了額外限制，即主營業務近三年內無重大變化、董事和高管近三年內無重大變化、實際控制人無重大變更。上市制度嚴格影響下A股週期類公司往往在景氣高點業績靚麗期間大量上市，使港股A股行業分佈有所區別。

2. 投資者結構：港股機構占比更高

港股機構投資者為主占48.3%，A股以個人投資者為主。港股各類投資者持有的市值比例為個人投資者7.8%、機構投資者48.3%、公司（含一般法人）7.3%、控股母公司11.8%、政府（中國等各國政府）13.1%，其他和未分類投資者占7%，機構投資者中投資顧問（主要為公募基金）為44.2%、銀行1.9%、保險公司0.8%、養老金0.6%、私募股權0.8%。A股各類投資者自由流通市值占比為個人投資者43.4%、機構投資者25.1%、一般法人23.8%、國家隊（中央匯金等持股）5.5%，機構投資者中公募基金占比為8.4%、保險7.9%、陽光私募3.9%、QFII和RQFII為3.6%、券商1.3%。

3. 交易特徵：港股振幅小、換手低、低成交股多

港股2000年以來平均年振幅36%較A股小、17年換手率56%遠低於A股。從港股、A股年振幅上來看，2000年以來港股平均年振幅為36.20%，A股平均年振幅為49.66%，港股振幅明顯低於A股更為穩健。2007年以來港股和A股的振幅都在逐步下降，且A股市場與港股市場差距整體縮小，A股市場在波動性上逐漸與機構投資者為主的港股接近。目前港股多為機構投資者，投資方式相對理性，恆生指數2017年換手率為56%，在全球重要指數中換手率最低，而A股換手率為全球最高，以流通市值計算，2017年創業板指數、中小企業板指數、上證綜指換手率分別達到920%、745%和532%。

風險提示：各國金融市場大幅波動。

行業研究

石油化工：上半年紡織品零售額同比大幅增長9.7%，PTA、滌綸價格再創新高

PTA、滌綸POY價格突破近3年來高點。截至7月26日，PTA期貨結算價為6230元/噸，滌綸POY價格為9490元/噸，均為2015年來的最高水平。其中PTA價格較今年初上漲13%；滌綸POY價格較今年初上漲9%，價差擴大48%。三季度以來PTA盈利開始回升，滌綸盈利繼續維持高位。

原料PX價格上漲以及人民幣匯率貶值推動此輪PTA價格上漲。受5月份PTA裝置集中檢修的影響，PTA價格企穩回升，目前國內PTA裝置開工率為86.3%，已經重新回到較高水平。除了下游需求強勁以外，PX價格上漲以及人民幣匯率貶值成為此輪PTA價格上漲的重要推手。6月份以來PTA價格上漲7.7%，其中PX價格上漲3.9%，人民幣兌美元匯率貶值6%。2017年我國PX對外依存度為59%，人民幣貶值會提高國內PTA生產企業的成本。

未來一年 PTA 新增產能少，價格有望維持高位。根據 CCFEI 統計，未來一年內僅晟達石化 100 萬噸 PTA 裝置有可能投產，PTA 產能投放進入空檔期。目前國內 PTA 裝置開工率已接近 2014 年來的最高水平（目前開工率 86.3%，最高水平 87.9%），我們認為空檔期內供給增量有限，PTA 價格有可能持續維持較高水平。

下游織機開工率維持高位，滌綸庫存低位。隨著春節後下游織機開工率回升，目前下游織機開工率維持在70%-80%的高水平，織機企業的滌綸長絲庫存自春節以來也有所回落，處於較低水平（目前滌綸POY庫存為8天，春節期間為15天）。

紡織品需求增長強勁，帶動PTA-滌綸行業景氣向上。滌綸長絲下游主要用於服裝用紡織品（45.1%），其他領域包括產品用紡織品（27.7%）、裝飾領域紡織品（27.2%），近兩年來滌綸長絲需求旺盛主要得益於下游紡織品需求的快速增長。2017年我國限額以上紡織品類批發零售業零售額平均同比增速為7.86%，同比增加1個百分點；2018年上半年平均同比增速為9.66%，同比大幅增加2.1個百分點。下游紡織品需求增長強勁帶動PTA-滌綸產業鏈景氣向上。

投資建議。PTA-滌綸維持高景氣，行業盈利持續改善；同時龍頭企業建設的大煉化項目預計將從2018年下半年陸續投產，一方面補充PX原料，另一方面有望大幅提升公司業績。建議關注PTA-滌綸龍頭企業：桐昆股份、恒逸石化、榮盛石化、恒力股份。

風險提示：原油價格大幅下跌；產品價格大幅波動；大煉化項目進度不及預期。

有色金屬：下半年鈷價反彈確定性強

對於下半年價格判斷，核心在於需求端。7-8月是歐洲傳統夏休，也是鈷的需求淡季，9月開始，傳統需求（3C和硬質合金）復蘇。此外，動力電池季度性特徵一般是前低後高（過往兩年四季度產量都高於前三個季度的總和）。下半年需求復蘇是支撐鈷價最大動力。

國內價格近三周出現反彈異動，可以解讀為下半年需求好轉信號。MB價格尚未出現止跌跡象，但當前海內外市場價差收斂無幾，由此會引發海外市場的國內出口量減少，供給端下降會加速MB價格止跌。

此外，鋰的需求節奏類似鈷，我們認為價格反彈可期。而動力電池的第三個品種鎳，具有長期投資價值。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期。

公用事業：堅定看好火電反轉趨勢

煤價旺季不旺推動了近期的火電行情，儘管日耗高點後面仍有望發生，煤價可能還有季節性反復，我們仍然堅定看好火電反轉的投資機會，潛在的季節性反復不影響行業的趨勢性投資價值，建議忽略煤價的季節性波動。因此，未來火電股即使調整，將更凸顯投資價值。個股建議關注：華電國際，華能國際，皖能電力，福能股份。

風險提示：寬鬆政策又有發生趨勢，密切關注地產開工。

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。