

2018年8月2日

財富管理-投資策略

固定收益

久期杠杆齊升，加倉利率債——債基二季報分析

規模：債基和貨基齊增長。截至2018Q2，公募基金淨值規模12.68萬億，環比增加3300億左右。其中貨基8.4萬億，環比上升4500億；債券型基金1.7萬億，環比上升460億，混合型和股票型基金規模則有所下降。

收益：純債基金表現最佳。純債基金表現好於混合債基，短期純債型和中長期純債型基金18Q2平均年化收益分別達到4.8%和4.6%；但各類債基的收益相比一季度均有小幅回落。貨基平均年化收益3.9%，環比回落0.3個百分點，收益低於純債型基金，但高於混合債基。市場利率下行導致貨基的收益也有所下降，因此二季度貨基通過加杠杆、拉久期、增配同業存單等方式來提升收益，業績表現依然不錯。

杠杆：回升至16年下半年水平。債基18Q2杠杆率115.8%，環比上升1.5個百分點，主要是資金面的邊際寬鬆給了加杠杆空間。貨基杠杆率106%，環比上升1個百分點。目前債基和貨基的杠杆率均回到16年下半年的同期水平，但離16年上半年的高點仍有一段距離。

資產配置：信用債或仍有上升空間。權益類資產占比整體降低，但轉債略增。受債牛的影響，二季度債券型基金傾向於減少權益類資產的配置，且有將股票資產轉為轉債資產的趨勢。如二級債基對股票的配置占比從一季度的9.8%下降到了8.4%，但轉債比例略有上升。利率債占比大升，短融和同存降。二季度債基對利率債的配置從一季度的19.8%上升23.9%，其中政策性金融債的配置比例從17.9%上升到了22.3%。而短融和同存的配置比重大幅下降，分別從一季度的14.7%和10.7%下降到了12.9%和6.2%，這反映了基金對配置債券的久期有所拉長。目前利率債的配置比重位於歷史高位，而信用債的配置比重相對較低。2014-2017年債券型基金配置利率債的平均比重分別為6.9%、11.5%、16.8%和19.0%，而2018二季度債券型基金配置利率債的比重為23.9%，明顯較高。對於信用債，2018二季度債券型基金對其的配置比重為51.6%，與2017年的平均比重（50.5%）大致相當，而遠低於2014-2016年的平均比重（分別為77.9%、77.2%和63.5%）。隨著貨幣寬鬆格局持續，投資者對信用債的風險偏好將有所恢復，與歷史水平相比，信用債的配置占比或仍有上升空間。

重倉券配置：久期拉長，城投降，評級升。重倉券久期拉長。一季度所有債基前五大重倉券的平均加權久期為1.89年，而二季度上升到了2.38年，久期明顯拉長。而從重倉信用債來看，二季度債基重倉信用債的加權久期為1.74年，高於一季度的1.53年。城投配置降低。二季度債基重倉信用債中共有748只城投債，而一季度債券型基金重倉信用債中共有832只城投債，市值共計441億元。與一季度相比，二季度債基明顯減少了對城投債的持有比例，這主要是受年初以來頻繁爆發的城投平臺違約事件的影響。評級有所上升。二季度AAA等級重倉信用債市值的占比約為75%，較一季度的69%

有所提升，而AA+和AA等級重倉信用債市值的占比分別從一季度的17%和13%下降到了15%和10%，債基風險偏好有所降低。

績優債基投資策略。總的來說，業績表現較好的債基主要有兩種策略：一是大幅增配利率債，博取資本利得；如景順長城景泰豐利主要配置短久期利率債，大成債券基金主要增配長久期的利率債。二是加杠桿配置信用債，獲取利息收益；如工銀瑞信瑞豐定開債基，主要採用加杠桿配置中高等級信用債的投資策略。而二季度股市和轉債表現不佳，混合債基中鮮有通過股票和轉債獲取超額收益的，增持利率債或信用債仍是主要的投資策略。

策略

從世界500 強看中國經濟由大到強的前景

核心結論：①2018年120家中國企業入圍世界500強，僅次於美國的126家，中美入圍企業銷售利潤率為5.1%、7.4%，中國企業多而不精。中國GDP總量全球第二，但人均GDP全球排名第71位，中國實體經濟整體大而不強。②中國經濟由大到強的路徑：供給端鼓勵創造創新，實現製造升級；需求端助力中產階級崛起，實現消費升級。中國經濟由大變強的特徵：消費和科技占比上升，目前規模為美國的20-40%；行業內部集中度提升，特別是傳統製造業。

中國500強企業多而不精，實體經濟大而不強。①中國500強企業多而不精。近些年中國入圍世界500強企業數量不斷增多，2000年我國入圍企業僅13家，而當時美國為179家，到2018年我國增至120家，僅次於美國的126家。但是，自2011年起我國500強企業銷售利潤率低於美國，特別是自2016年起我國500強企業銷售利潤率一直下滑，從2016年的5.6%降至2018年的5.1%，同期美國從8.1%降至7.4%。②我國實體經濟大而不強。2010年我國GDP總量一舉超過日本，成為僅次美國的第二大經濟體，然而我國實體經濟卻大而不強，表現在：一是我國人均GDP排名靠後，二是我國勞動者報酬偏低，整體稅負偏重，三是我國研發投入占GDP比重不高。

由大到強的路徑選擇。①供給端鼓勵創造創新，實現製造升級。我國已經步入產業結構加速優化階段，政策重心從需求管理轉到供給管理，主要通過財政政策和產業政策促進轉型和創新。為順利實現我國製造升級，還需：一是加大研發投入，增強知識產權保護力度。二是為企業減稅降費。三是通過直接融資大力培育創新型企業。②需求端助力中產階級崛起，實現消費升級。根據《2017年瑞信世界財富報告》，2017年我國居民財富總量為29萬億美元，而美國為94萬億美元，我國成人人均財富為2.7萬美元，而美國為38.9萬美元。結構上，我國居民財富呈典型金字塔分佈，而美國則呈橄欖球型分佈。所以，為順利實現消費升級，當務之急是加快個人所得稅改革，充分發揮稅收制度的收入調節功能。

由大變強會出現新特徵。①消費和第三產業成為經濟支柱，產業結構向消費和科技轉變。當前中國類似美國1980年代，我國已經進入產業結構加速優化階段。從經濟背景看，在1980-1990期間美國第三產業占GDP比重從63.6%提高到70%，消費占GDP比重從1980年的61%提升至2017年的69%。進一步從行業結構看，我國新興服務業在快速發展階段，2010-2017年期間我國信息傳輸和計算機服務占比從2.2%提高到3.3%、衛生和社會保障占比從1.4%提高到2.2%。但相比美國，我國新興產業規模仍

然明顯較小。②行業內部集中度提升，特別是傳統類將更快實現這一過程。借鑒美日經驗，在產業結構轉型期間，傳統週期行業規模收縮，並且行業集中度也迎來快速提升，而新興行業逐步長大變強，行業集中度會逐步提高。在多數行業集中度提升的背景下，龍頭公司市場份額擴張，業績有望繼續改善。A股財報也顯示龍頭基本面更優異。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

行業研究

工程機械：政策面改善，工程機械板塊估值怎麼看

政策面改善，工程機械上周出現相對收益。7月23日，國務院常務會議釋放了支持擴大內需、調整經濟結構、促進實體經濟發展的政策信號。其中會議要求積極財政政策要更加積極，穩健的貨幣政策要鬆緊適度，同時要推動在建基礎設施項目早見成效。我們認為工程機械板塊與基建高度相關，受益於政策面的改善，板塊上周出現相對收益。根據Wind，7月23日-27日，工程機械板塊上漲5.6%，同期上證指數上漲1.6%；

行業銷量依舊強勁。根據工程機械協會，1H18主要工程機械產品延續17年的旺銷行情，挖機/裝載機/汽車起重機分別銷售12.1萬台/5.9萬台/1.7萬台，同比增速分別為60%/30%/77%。我們認為上半年工程機械的旺銷主要是受益於16年重啟的PPP項目，以及更早一點的降准降息政策。從工程機械直接的需求來源看，儘管都處於下降區間，但是1H18地產投資增速相對平緩，基建投資增速下降明顯。考慮到7月23日的政策面信號，我們認為基建投資2H18有望改善，進而延長工程機械的景氣週期；

板塊復蘇具有持續性，估值中樞或維持在15倍。除了投資方面的原因，我們認為此輪工程機械旺銷還受益於上游企業盈利改善帶來的設備更換需求，板塊復蘇具有持續性。從盈利增長和估值匹配的角度，我們回顧了工程機械板塊上一輪盈利高峰09-11年，2009年板塊PE（TTM）估值中樞為20-40倍，2010年為15-20倍，2011年為10-20倍。類比09-11年，從板塊盈利增長的角度，我們認為18年板塊PE估值區間為15-20倍，19年為10-20倍，優質企業19年的PE估值中樞可能為15倍上下；

堅定關注國產龍頭。在政策面改善的情況下，我們認為國產主機及零部件龍頭有望加速國產替代。同時，由於二手機、應收款等存量風險逐漸消化，我們認為工程機械板塊18年中報有望迎來盈利釋放。建議關注：三一重工、恒立液壓、柳工、徐工機械、建設機械、中聯重科。

風險提示。投資增速繼續下行、財政及貨幣政策收緊、國產替代進展受阻。

化工：受益於土地流轉和鄉村振興戰略，農化板塊有望迎來增長

土地流轉催生種植大戶，產業鏈集中度有望提升。農資產品是農業生產中必不可少的生產資料，包括農藥、化肥、種子、農膜、農用器械（農機）等。我們認為，隨著土地流轉政策的深入，規模化、

機械化、集約化的農業種植模式是未來趨勢。土地流轉是土地由分散到集中的一個過程，同時也是農資生產流通環節的洗牌過程，產業鏈集中度有望提升。

環保高壓淘汰落後產能，農藥行業加速整合。農藥行業受環保影響供給收縮明顯，新《農業管理條例》及配套規章落地，進一步淘汰落後產能。我們認為，這將明顯提升行業門檻，利於行業整合和集中度的提升，利好龍頭企業提升市場份額。

化肥使用量零增長，結構調整是長期趨勢。根據wind數據，2016年我國複合肥使用量占比達到36.9%，與國外發達國家70-80%的複合化率水平還有很大差距，存在提升空間。我們認為在總量控制的情況下，化肥行業結構調整是長期趨勢，綠色、高效的新型肥料亟待發展。

全面推進鄉村振興戰略，利好農化板塊。2017年10月，十九大首次提出了“鄉村振興”戰略；隨後12月中央農村經濟會議再次強調實施鄉村振興戰略的目標任務；2018年2月4日，中央發佈一號文《中共中央、國務院關於實施鄉村振興戰略的意見》，全面部署實施鄉村振興戰略，推進農業農村優先發展以及精準扶貧，利好農藥板塊。

建議關注標的：

(1) 國光股份：國光股份是國內植物調節劑龍頭，產品廣泛用於糧、棉、果蔬等多種作物，能夠達到增產增效、降低人工成本的效果。公司募投2100噸植物生長調節劑原藥、1.9萬噸環保型農藥製劑生產線、6000噸植物營養產品等項目，公司預計今年下半年達產，業績有望迎來快速增長。

(2) 諾普信：諾普信是國內農藥製劑龍頭，擁有的1500多個農藥、200多個肥料註冊登記產品和眾多的種子、農機具等產品，國內市場份額在4%左右。除傳統業務外，公司通過田田圈發展互聯網金融、物流配送、農產品銷售等一系列衍生服務，實現農資產品的價值變現。

(3) 新洋豐：公司是複合肥行業龍頭企業，同時擁有上游磷肥資源優勢。目前公司擁有800萬噸磷複肥產能，並於2018年3月21日公告擬在新疆設立子公司並新建水溶肥項目，擴大在新疆的市場份額。我們認為，公司作為行業龍頭，將充分受益市場集中度提升，有望轉型成為優秀的現代農業企業。

風險提示：農產品價格下跌；上游原料短缺。

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。