

2018年8月7日

財富管理-投資策略

宏觀

增長中樞下移，經濟以何托底？——18年上半年地方經濟觀察

上半年地方經濟：過半省份回升，增速中樞下移。2季度全國經濟增速保持穩健。而從已公佈數據的29省情況來看，與1季度相比，整體表現漲多跌少，過半省份增速回升，但多數仍不及17年增速水平，反彈力度偏弱。各省經濟分化的格局在上半年並未發生根本變化，經濟高速增长區域仍集中在長江經濟帶上中西部省份，東北地區依然墊底。整體上看，18年各省經濟增速中樞已降至7%以下，較17年下降0.4個百分點。

資源型省份：工業品產量回升，帶動經濟回暖。山西、河北兩省2季度GDP累計同比增速較1季度上行超過0.5個百分點，回升幅度排在全國第三、第四名。兩省經濟增速回升主因採暖季環保限產影響消除後，鋼煤產量增速有所上行。此外，地產投資和工業經濟表現尚可，需求端也存在一定的拉動作用，印證鋼鐵和煤炭行業工業企業利潤大幅改善。

東北華北四省：經歷短期調整，經濟緩慢修復。遼津蒙吉四省市經濟增速都曾在短期經歷過大幅調整，在1年左右時間裡GDP累計同比增速下滑超過3個百分點。基數走低使四省維持GDP增速壓力減輕，目前正在經歷調整後的經濟修復過程，2季度經濟增速回升幅度居於全國前列，但四省經濟仍以工業為主，增長動能切換難以一蹴而就，經濟修復仍是緩慢過程，反彈依然較弱，除遼寧外其它三省2季度經濟增速累計同比仍低於去年同期。

東部沿海：經濟穩中向好，優勢消費出口。東部沿海大省經濟增速穩健，江蘇、浙江、上海和廣東四省2季度加權平均GDP累計同比增速7.2%，較1季度穩中有升。經濟穩定主因增長結構合理，主要依靠消費和出口。16年上海消費率高達57.4%，超過全國平均水平約4個百分點，而其主要優勢在於服務消費，並不是物質消費，18年以來上海規模以上社會服務業營收增速保持在11%以上。居民高收入支撐了東部沿海省份在消費，特別是服務消費上的優勢。此外，出口也是令東部省份經濟穩健的重要因素之一，蘇浙粵三省占全國出口比重接近五分之三，外需走強帶動三省出口增速穩中有進。

西南省份：基建投資主力，增長仍有隱憂。西南省份近年來保持較高經濟增速，貴州是2季度全國唯一GDP增速達10%的省份。而其增長動力在於投資，16年雲南省投資率高達94%，貴州省也接近70%，均遠高於全國平均44%的水平。其中基建投資高增是雲貴兩省經濟領跑主因，18年以來仍維持較高增速，兩省基建高增有其內在原因，本身基礎設施短板疊加貧困人口較多，使得基建投資成為振興西部，脫貧攻堅的重要抓手。但高投資需要較高資金投入，政府財力有限下推升地方政府債務，資金約束加大使得投資驅動模式面臨挑戰。重慶市經濟變化可作西南省份前車之鑒，其經濟增速一度排在全國前列，但近來財政支出增速回落導致固定資產投資增速大幅下滑，令重慶GDP累計同比增速近一年時間足足降低4個百分點。

地方經濟變化：修復與托底。資源型省份和部分東北華北省份正處於經濟增速緩慢修復的過程，但由於終端需求放緩，全國經濟下行壓力加大，工業經濟主導的各省修復過程預計較為緩慢。而東部沿海和西南省份經濟增速下行有底，東部省份經濟托底依賴消費和出口，西南省份則主要靠基建投資，但重慶的前車之鑒反映出投資拉動模式存在隱患，貿易摩擦的加劇也或使出口蒙上陰影。因此，從長期來看，靠出口投資拉動的增長模式遭遇瓶頸，未來增長的希望在於消費和創新。

策略

最近一周資金淨流出33 億元——立體投資策略週報

預計最新一周資金入市合計約淨流出33億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流出33億元，而前一周資金淨流入13億元。其中銀證轉帳2017年6月第3周流出淨額677億元，後續未再公佈該數據；融資餘額減少86億元；公募基金新發行增加19億；滬股通規模增加48億元；深股通規模增加25億元。

產業資本二級市場淨增持7.73億元。根據WIND統計，截止8月3日當周產業資本在二級市場淨增持7.73億元。其中，主板淨增持6.37億元，中小板淨增持0.64億元，創業板淨增持0.73億元。從行業來看，國防軍工增持市值最大，為3.52億元；鋼鐵減持市值最大，為1.64億元。從個股來看，海格通信增持市值最大，約2.60億元，*ST華菱減持市值最大，約1.64億元。

市場情緒下降。上周年化換手率為166%，前一周206%，07年高點1658%；上周成交量均值為316.55億股，前一周為391.82億股；融資交易占比7.11%，前一周7.11%，歷史高點為19.5%，市場情緒下降。

融資融券市場看多情緒下降。截止上週五，個股口徑加總的股票融資餘額為7767億元，股票融券餘額為29億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為2.67%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到14.31%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為96.32%，較前一周上升，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.36%，較前一周上升。一周融資買入1124億元，較前一周下降，融券賣出30億元，較前一周下降。股票融資融券市場總淨買入額（淨融資買入額-淨融券賣出額）為-74億元，前一周總淨買入額-14億元。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

港股破發率超過兩成

核心結論：①7月全球市場大多上漲恒指下跌，小米上市後破發。18年港股IPO加速已達136家，港股上市制度改革推動新興產業加速上市。②A股上市標準相對港股更嚴格，A股IPO發行市盈率一般不超過23倍，破發率僅4.3%。港股破發率20.1%，高估值股破發率更高。③大陸政策微調，利於緩解流動性緊張局面。港股估值優勢明顯長期看好港股，中期圓弧磨底還需要時間。地產行業盈利估值匹配度好。

7月全球市場大多上漲，恒指下跌-1.29%，小米破發後股價波動。7月全球市場中，美股三大指數上漲，道瓊斯工業指數上漲4.71%，標普500指數上漲3.60%，納斯達克指數上漲2.15%，此外德國DAX指數上漲4.06%，法國CAC40指數上漲3.53%，富時100指數上漲1.46%，日經225指數上漲1.12%，上證綜指上漲1.02%，韓國綜合指數下跌-1.33%。18年港股推動的上市制度改革吸引了大陸企業赴港上市。由於獨角獸公司（估值10億美元以上）的存在，在港股18年IPO中新興行業市值占比較高，達61.42%。7月9日，小米正式在香港主板上市，同時也是港交所第一隻允許以“同股不同權”方式上市的新股。最終發行價為17港元，而當日收盤價為16.8港元，出現首日破發。此後小米股價波動，最新收盤價為17.86港元，較發行價微漲5.06%。

港股破發率超過兩成，高估值股破發率更高。港股A股上市發行制度存在差異，港股投資機構等專業投資者持有新股比例更大。A股發行定價相對較低，破發風險較低，上市後股價多數大漲，而港股市場發行定價相對成熟，上漲空間一般不大。港股中資股公用事業、信息技術、電信業務表現更佳。首月漲幅上小市值中資股表現更佳。全部A股破發率4.33%，絕大多數破發集中出現在10年至12年，全部港股破發率為20.17%，港股中資股破發率達25.87%，更高。港股高估值公司破發更多。從市值來看，港股中型市值公司破發更多。行業分佈來看，能源行業、信息技術行業和日常消費品行業的破發率最高。統計全部港股破發後表現，首日破發後多數公司股價會持續下跌，一個月內股價漲回發行價的僅有101家，而仍低於發行價的公司為408家，破發公司上市後1個月平均下跌為-4.43%、3個月平均下跌為-4.28%，6個月平均上漲為7.13%，股價有所回升。

大陸政策微調，港股A股聯動加強，中期圓弧磨底還需要時間。由於中資股占比不斷提高，港股與A股相關性更明顯。受國內去杠杆大背景影響，整體資金面供求緊張，導致港股、A股股市下跌，此外3月以來，中美貿易摩擦不斷反復影響市場情緒。近期大陸政策出現微調，有利於緩解流動性緊張局面。港股前期跌幅較大，目前恒生指數PE（TTM）為11.3倍，處於07年以來20%低分位，為全球主要股指最低，前期調整相對比較充分。港股短期進入反彈窗口期，中期圓弧磨底還需要時間，高盈利低估值推動下長期看好港股走牛。

風險提示：警惕美聯儲加息節奏加快和中國經濟增速疲軟導致港股下跌。

金融工程

雙底構建中，無需過度悲觀

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為-8.22%，相對前一周（-9.20%）繼續上升，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數再次跌破20日均線。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-1.13）繼續反彈，一周均值為-1，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先降後升，週五為1.13，高於前一周（0.87），體現出投資者對上證50ETF短期走勢的謹慎程度上升。漲停板封板率全周均值為56%，賺錢效應低於前一周（59%）。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在八月的上漲概率為62%、54%、62%和88%，漲幅均值為-1.26%、-1.65%、-0.35%和1.25%，漲幅中位數為0.71%、1.20%、3.73%和4.45%。

事件驅動上，1. 2018年7月11日美國政府發佈了對從中國進口的約2000億美元商品加征10%關稅的措施。8月2日美國貿易代表聲明稱擬將加徵稅率由10%提高至25%。商務部8月3日晚間針對美方加征關稅的行為作出回應，決定對原產於美國的5207個稅目約600億美元商品，加征25%-5%不等的關稅。2. 央行決定自8月6日起，將遠期售匯業務外匯風險準備金率從0調整為20%，將繼續加強外匯市場監測，根據形勢發展需要採取有效措施進行逆週期調節。央行通過政策表達出的態度比政策本身重要，有望緩解人民幣貶值預期，美元中間價破“7”的概率進一步降低。人民幣若能企穩將有利於股市反彈。3. 美股上周先抑後揚，三大指數周漲跌幅分別為0.05%、0.76%和0.96%。4. 證監會8月3日核發2家IPO批文，籌資金額17億元。5. 上周流動性小幅轉松，上交所七天回購利率下行44BP。技術分析上，上證綜指日線級別上出現頂分型，再次形成回調的一筆，從MACD角度看有較大概率形成日線級別底背離。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

行業研究

農業：豬價繼續上漲，關注非洲豬瘟疫情進展

8月3日，瀋陽市確診一例非洲豬瘟疫情，農業農村部啟動了非洲豬瘟Ⅱ級應急響應，禁止所有生豬及易感動物和產品運入或流出封鎖區，瀋陽市疫點內生豬已全部撲殺和無害化處理，並暫停全市範圍的生豬向外調運。這是我國境內首次確診非洲豬瘟疫情。非洲豬瘟死亡率高，目前在全球範圍內尚未研製出有效預防的疫苗產品，因此豬群一旦發病，只能採取撲殺措施。

當前來看，疫情尚未有傳播擴散跡象，僅僅對瀋陽一市的供應造成了限制，對整個生豬養殖行業而言，更多只是情緒上的影響，未形成實質性的波及。我們認為，此次疫情的爆發，短期或將導致生豬調運難度加大，南方水網等生豬禁養地區的供應短缺現象或將更加顯著，南北區域差價有望進一步拉大。我們認為，此次非洲豬瘟疫情值得緊密跟蹤關注。疫情如果得到有效控制，豬價有望繼續上揚。一旦疫情不幸擴散蔓延，或將出現恐慌性出欄，豬價將會迎來先暴跌後暴漲的走勢。農業股持倉處在歷史低位，我們建議投資者在後市加大對農業板塊的關注。1) 生豬價格開啟季節性反彈走勢，行業扭虧為盈，重點推薦溫氏股份等成本優勢明顯的生豬養殖龍頭企業。2) 基本面優質個股。我們重點推薦飼料龍頭海大集團，我們認為公司水產料銷售仍將保持穩健增長，今年銷量有望達到300-310萬噸，預計全年公司飼料業務收入仍將保持20%左右的高增速，建議投資者關注。

風險提示：農產品價格下滑。

傳媒：2018年H1 遊戲行業數據點評——市場增速放緩，頭部效應依然明顯

根據伽馬數據，2018年H1國內遊戲市場規模1050億元（同比+5%），其中手遊市場規模634.1億元（同比+13%），占比60%。國內整體遊戲市場規模上半年增速放緩，我們認為主要由於2017年爆發的現象級手遊進入成熟期以及端游、頁遊市場規模同比下滑。2018年H1中國手游市場規模為634.1億元，占整體遊戲市場比重達60%。其中2018年Q2中國手游市場規模為324.6億元，自2017Q4環比放緩之後仍持續維持正增長。端遊上半年實現市場規模315.5億元，主要由於上半年暫無亮眼新產品；頁遊上半年實現市場規模72.6億元，維持下滑趨勢，主要由於新產品缺乏和用戶流失所致。

2018年H1中國遊戲用戶規模5.3億人，手遊用戶規模為4.6億人。伽馬數據顯示國內手遊用戶占整體遊戲用戶比例達87%，滲透率已較高。按照CNNIC的數據，2017年中國手機網民規模達7.5億人（占整體網民比例已達97.5%），由此可見手遊用戶在整體手機用戶滲透率相比之下還有一定提升空間。而隨著中國手游市場整體用戶基數越來越龐大，我們認為用戶增速逐步放緩是大趨勢，遊戲市場的用戶紅利已接近尾聲，行業門檻提高使得供給端有縮減趨勢，端游、頁遊之外，整體手遊行業也已進入存量競爭格局。

上半年動作角色扮演類遊戲占比最大，經典手游依然吸金，騰訊網易產品仍霸榜。2018年H1手遊收入排行前三類型為動作角色扮演類、戰術競技類、回合制角色扮演類，在TOP100手遊中的收入占比分別為29.9%、17.4%、11.9%；在TOP20手遊中，有6款動作角色扮演類遊戲，由騰訊、網易運營的遊戲產品共計16款，其中騰訊10款，網易6款。整體來看H1手遊老產品呈現長生命週期特徵，2018年H1收入TOP20榜單中，前3名為《王者榮耀》（騰訊）、《QQ飛車》（騰訊）、《夢幻西遊》（網易），榜單內僅有4款2018年上線的新遊戲《楚留香》（網易）、《奇跡MU：覺醒》（騰訊&掌趣）、《QQ炫舞》（騰訊）、《QQ飛車》（騰訊）。我們認為當前市場手遊精品化、重度化趨勢明顯，產品質量不斷提升。

女性和二次元群體成存量市場新亮點，電競與遊戲直播打開市場空間，遊戲出海有所放緩。根據伽馬數據，1）上半年國內女性和二次元群體用戶消費金額持續增長，2018年H1中國手游市場二次元用戶消費規模為50億元，其中消費占比最多的遊戲類型為卡牌類和動作角色扮演類；2）上半年電子競技市場規模達417.9億元，我們認為隨著移動遊戲愈加重度化，競技類產品成熟有望持續帶動移動電競規模快速增長；3）上半年國內自研產品海外銷售收入規模46.3億美元，二次元/SLG等類型產品出海表現出色，我們認為遊戲出海仍為國內廠商拓展新盈利空間的重要方式。

投資建議：持續推薦受益行業集中度提升的遊戲龍頭。關注CR2：騰訊控股、網易；重點推薦A股二線龍頭：完美世界、三七互娛、遊族網絡；推薦提供遊戲增值服務的迅遊科技、順網科技。關注港股的金山軟件、IGG，以及受益遊戲直播行業快速增長的虎牙直播。

風險提示：產品上線延期；產品不及預期，營銷成本上升過快，政策風險。

煤炭：煤電聯營短期難實現，繼續看好火電反轉

我們認為本周最後一天火電股下跌的限制進口煤的邏輯並不合理。本周最後一個交易日火電股華能國際和華電國際跌幅達到3-5%，原因可能是對國家會重新限制進口煤的擔心。但實際上我們認為這個邏輯並不成立。

首先，上一次進口煤的政策調整是在4月份煤價進入570元/噸左右發生的（鳳凰財經），我們認為，至少表明當時的政策底線在570元/噸，後來煤價上漲以後，發改委又調整政策，期望把煤價目標定在6月10日前跌回570元/噸以下的綠色區間（新浪財經）。因此，我們認為，現在在煤價仍在600元/噸左右就再次修改進口煤政策並不符合發改委的政策目標。

其次，8月3日電力股的下跌並非單獨事件，而是和中煤能源（中煤集團旗下）以及平莊能源（國電集團旗下）的上漲同步，而中煤平莊和別的煤炭股的差異就是他們都是國企改革品種，因此，我們認為，本輪動力煤股啟動並非基於煤價，而是國企改革。同樣的邏輯，我們認為，本輪電力股的下跌也並非基於動力煤價而是基於國企改革中可能發生的煤電聯營。

最後，由於煤電聯營之前也被管理層反復提到過（北極星電力網、發改委等），因此，潛在的煤電聯營，直觀上可能會帶來對火電的煤價彈性由於煤電聯營而降低的擔心。但我們認為這個擔憂為時尚早：1、目前並沒有具體政策提及到煤電聯營，時間進度和具體操作都存在不確定性。2、煤電聯營試點的神華集團和國電集團（網易新聞，所涉及主要上市公司是中國神華、國電電力）至今尚無具體成果突破，上市公司之間更多只是股權的互相持股，並沒有實質性的改變，沒有經驗可借鑒，短期也就沒有必要馬上開展第二家。3、煤電聯營更多是兩大集團合併，煤礦按照煤礦考核、電廠按電廠考核仍是市場經濟競爭的基本要求，因此，即使華能集團、華電集團（主要上市平臺是華能國際和華電國際）也煤電聯營，要徹底改變上市公司的經營模式難度非常大，也很難對上市公司經營構成實質性改變。

今年冬季煤價仍可能旺季不旺。1、2017年底的天然氣規劃提出2018-2021年，居民“煤改氣”的空間約為1800萬戶（中國產業信息網），據我們測算：如果按照農村居民每戶每年4噸煤，則未來四年可減少7200萬噸煤炭消費，每年1800萬噸，平均分配在冬季每月減少600萬噸，按照目前月均3億噸左右的煤炭消費測算減少冬季消費2個點。2、河北省冀代煤辦最近發佈的《河北省2018年冬季清潔取暖工作方案》提出，農村清潔取暖堅持宜氣則氣、宜電則電、宜光則光、宜油則油、宜煤則煤，力推電代煤、穩推氣代煤等。為解決氣源問題，今年已與三大油協議落實採暖季供氣107億方（新增38.2億方），用氣上可達到供需平衡。如果按照河北省今年和三大油企的簽約增量看，我們預計，可以替代煤炭600萬噸。

投資建議：本周煤價繼續下跌，旺季不旺如期繼續兌現，未來四季度仍有旺季不旺的可能，短期的回調是國企改革或帶來煤電聯營的短期預期所致，並不會對未來的上市公司造成太大的影響。火電股若回調更顯投資價值，我們認為，長期投資機會已現，值得長期看好。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：國企改革方向和力度對火電的影響具有不確定性。

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。過去的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、董事及僱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。