

2018年10月9日

財富管理-投資策略

金融產品

公募基金的工具屬性評級系列專題（四）：工具屬性五星級之主動股混基金藍皮書

主動股混工具屬性五星級產品整體狀況：第一期《海通證券-公募基金的工具屬性評級一覽》中有31只產品獲得了超越業績比較基準表現的5星級評級，其中有18只主動股混產品，7只為主動股票型，另外11只為強股混合型。從公司分佈來看，共有12家公司旗下有主動股混產品獲得了工具屬性5星級評價，其中工銀瑞信基金囊獲最多，達到3只。

主動股混工具屬性五星級產品個基介紹：1、工銀瑞信三劍客：新藍籌、金融地產、大盤藍籌；2、國海富蘭克林兩虎將：彈性市值、潛力組合；3、華安雙劍出鞘：核心優選、科技動力；4、景順長城主動量化比翼齊飛：量化精選、能源基建；5、易方達雙生主題：消費行業、醫療保健；除了上述公司有多隻產品入選外，還有7家公司均有一隻產品獲得了主動股混基金工具屬性的五星級評價分別為：1、行業主題基金：華寶資源優選；2、紀律性投資：滙豐晉信消費紅利；3、量化基金：滙添富成長多因子量化策略；4、行業主題基金：建信環保產業；5、關注行業基準：圓信永豐優加生活；6、價值理念踐行者：中歐價值發現；7、分散持股：中信保誠優勝精選。

風險提示：本報告基於基金歷史數據進行的客觀分析點評，不構成任何投資建議。

宏觀

PMI 小幅回落，下行趨勢未改

PMI綜合：9月全國製造業PMI為50.8%，較8月小幅回落0.5個百分點，處歷年同期中等偏低水平，指向製造業景氣轉弱。9月PMI回落，原材料庫存和從業人員顯著下滑是主要拖累。主要分項指標中，需求、生產、庫存回落，價格上升，反映供需擴張雙雙放緩，企業原材料採購成本加大制約補庫存。分規模看，大型企業持平並仍在線上，中型企業回落至線下，小企業上升重回線上。9月以來地產、汽車銷量以及發電耗煤增速均趨於下行，指向供需雙弱格局延續，後續經濟依然承壓。

需求：9月新訂單指數微幅回落至52.0%，新出口訂單指數大幅回落至48.0%，創31個月以來新低。中美經貿摩擦持續升級，對外向度較高行業影響較大。

生產：9月生產指數回落至53.0%，與3月以來的低點接近，也遠低於去年同期水平，印證9月發電耗煤同比跌幅擴大至11.1%，指向生產仍在下滑。

庫存：9月原材料庫存指數回落至47.8%，產成品庫存持平在47.4%，兩者缺口繼續縮窄，供需趨弱疊加原料採購成本加大，企業補庫動力不足。

價格：9月原材料購進價格指數大幅上升至59.8%，印證9月以來港口期貨生資價格環比上漲。我們預測9月PPI環漲0.3%，同比增速回落至3.4%。

固定收益

理財轉型啟航，債市慢牛延續——銀行理財新規正式稿落地點評

理財產品將如何轉型？

攤余成本法適用範圍擴大，利好現金類理財。理財新規允許符合條件的封閉式產品採用攤余成本計量。未來現金管理類理財或將會迎來不錯的發展機會，作為理財全面轉向淨值化的過渡產品。

禁止多層嵌套，規範委外模式。新規規定理財投資資管產品僅可以一層嵌套，這對於理財委外有較大衝擊，未來規模或趨於下降。未來投顧業務或仍有一定需求，業務模式將更加規範。

理財子公司或是未來發展方向。監管機構對市場機構反映的降低理財產品銷售起點，擴大銷售渠道，擴大合作範圍等建議，擬在理財子公司業務規則中予以採納。並且明確表示，允許理財子公司的公募理財產品直接或間接投資股票。因此，未來通過設立理財子公司來發展理財業務將是轉型的主要方向。

理財轉型正式開啟。未來理財淨值化是大趨勢，產品線需要全面重構，豐富產品結構和業務模式。而理財子公司的發展模式則對中小行的衝擊較大，目前急需彌補的是投研能力和線上渠道的開發。未來行業競爭加劇，理財加速轉型，會更加市場化、差異化，整個行業將進入一個全新的發展階段。對大類資產、尤其是債市的影響

債券：利好短久期和高等級債券。理財起售門檻的降低與過渡期內攤余成本計量將提升現金管理類理財的吸引力，現金類理財規模趨增，進而利好短債需求。

非標：處置壓力減緩，難改萎縮趨勢。資管新規細則和理財新規對非標監管邊際放鬆，緩解非標處置壓力，但期限匹配要求對投資端有較大約束，非標需求仍趨萎縮，而非標資產期限或趨短期化。依賴非標融資的小企業信用風險仍存。

ABS：監管環境利好ABS的發展。理財新規明確銀行間市場發行的資產支持證券（包括ABN）屬理財產品投資範圍，資產支持證券或部分替代非標投資。

股票：短期受益有限，長期形成利好。理財新規明確公募理財可通過投資公募基金間接進入股市，同時可以不再穿透至底層資產，未來將允許理財子公司的公募理財產品直接投資股票。理財新規長期利好權益市場，但目前銀行權益類投研人員有限，以及風險偏好依然較低，中短期利好或有限。寬信用難以出現，結構性債牛延續。理財新規限制影子銀行的大方向不變，再加上房地產調控難放鬆，地方隱性負債嚴格監管，信用擴張面臨較大約束，社融總量難以出現明顯改善，高收益債（民企、地產、弱平臺）風險仍高。債市當前仍處於震盪期，但長期來看，經濟增長承壓，通脹短升長降，而中美利率趨於脫鉤，債券牛市依舊向好，利率債和中高等級信用債仍是配置首選。

策略

9 月減持額上升

核心結論：①18年9月產業資本在二級市場淨減持113.3億元，8月淨減持40.2億元，2016年以來月均淨減持41.7億元，萬科A已連續兩月共減持118.1億元，剔除萬科A後8月淨增持16.1億元。②按照18/9/30的股價估算，18年10月A股解禁市值約為1470億元，高於18年9月的1468億元，18年月均解禁2780億元。③估算10月解禁市值/自由流通市值為0.77%，2016年以來該比值均值為1.11%，10月解禁市值/成交金額為2.98%，2016年以來該比值均值為2.54%。

18年9月產業資本二級市場淨減持113.3億，16年以來月均淨減持41.7億。截止2018年9月30日，從絕對規模看，18年9月產業資本在二級市場淨減持113.3億元，而18年8月淨減持40.2億元，2016年以來產業資本月均淨減持41.7億元。從相對規模看，18年9月產業資本淨增持額/解禁市值為-7.72%，2016年以來均值為-2.13%，淨增持額/成交金額為-0.23%，2016年以來均值為-0.05%，淨增持額/自由流通市值為-0.06%，2016年以來均值為-0.02%。從板塊看，產業資本在主板淨減持66.6億元，中小板淨減持21.3億元，創業板淨減持25.4億元，淨增持額/解禁市值分別為-9.05%、-14.25%、-4.36%，可見中小板減持力度最大。從個股來看，9月中國動力增持金額最大，增持額11.0億元，增持金額/流通市值為6.80%，萬科A減持金額最大，減持額為61.8億元，減持金額/流通市值為4.58%。以史為鑒，市場底部附近產業資本表現為淨增持。從歷史產業資本淨增持額角度看，除15/07-16/01異常波動期間外，05年以來產業資本在05/06-06/09、10/05、14/04-14/05、16/11、17/05-17/08、18/02期間表現為淨增持，其對應的上證綜指基本處於階段性底部，其對應的全部A股PE（歷史TTM，整體法）最低分別到達18.8、20.2、11.7、22.4、20.2、18倍，均為階段性低點。

18年10月A股解禁市值約為1470.04億元，較18年9月微升。按照2018/9/30的股價估算，18年10月A股解禁市值約為1470.04億元，高於18年9月的1467.80億元，18年月均解禁2799.92億元，17年月均2169.29億元。18年10月解禁市值/自由流通A股市值為0.77%，2016年以來該比值均值為1.11%，18年10月解禁市值/成交金額為2.98%，2016年以來該比值均值為2.54%，從自由流通市值角度18年10月解禁相對規模低於2016年以來平均水平。從板塊看，18年10月主板、中小板、創業板解禁金額分別為1040.91、346.09、83.04億元，解禁金額/自由流通A股市值分別為0.76%、1.03%、0.43%，解禁金額/成交金額分別為3.57%、2.97%、0.96%。18年10月食品飲料、有色金屬、電子元器件等行業解禁壓力大。按照2018/9/30的股價估算，18年10月食品飲料、有色金屬、電子元器件等行業解禁金額最大，解禁額分別為285、118、168億元，解禁市值/自由流通市值分別為2.60%、2.08%、

1. 67%。從個股來看，10月安迪蘇、財通證券解禁規模最大，解禁金額分別為280、186億元，解禁市值/流通市值分別為78.6%、57.1%。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

行業研究

石油化工：第四季度石化行業看點

回顧2018年前三季度，石化行業表現不錯，行業指數累計上漲6.84%。展望第四季度，我們認為石化行業仍有一些熱點值得關注，這些關注點包括：油價、氣價、煉化項目等。

油價：我們預計四季度油價震盪上行。今年前三季度原油價格逐季上行，我們預計第四季度仍有望震盪上漲。11月將是重要的關注時間段。11月初，美國對伊制裁生效，或將導致伊朗原油出口大幅下降，從而推動油價上行。12月初，OPEC會議將討論是否繼續減產，會議結果也將對油價產生影響。油價超過80美元/桶後繼續上行，我們建議關注上游的投資機會：（1）油氣開採公司，直接受益於油價上漲；（2）油服設備公司，上游資本投入增加帶動其訂單、收入、利潤增長；（3）煤化工及C2/C3產業鏈公司，其成本優勢將逐步顯現。

氣價：我們預計第四季度LNG價格將上漲。根據我們的測算，取暖旺季（11月—次年3月）時我國每月天然氣消費量較淡季時高出60-85億方/月左右。雖然今年已提前做了供氣準備，但我們認為季節性的供氣緊張仍有可能帶動國內LNG價格上漲。2017年國內LNG價格從7月3101元/噸一度上漲至2017年底的7410元/噸。我們估計今年國內LNG價格雖漲幅達不到去年水平，但仍將可能較大幅度上漲。LNG價格上漲，關注原料供應相對有保證的新奧股份、廣匯能源等。

煉化項目：第四季度陸續建成。2016年以來，PTA-滌綸行業龍頭公司陸續開工建設了幾套千萬噸級的煉化一體化項目。這些項目包括恒力股份建設的2000萬噸煉化一體化項目、榮盛石化與桐昆股份等公司共同建設的2000萬噸煉化一體化項目、恒逸石化在文萊建設的800萬噸煉化項目等。隨著項目的推進，我們預計今年第四季度這幾套煉化裝置將陸續建成並投料試車。這些項目的建成投產，一方面完善PTA-滌綸龍頭公司產業鏈的同時，另一方面也將成為這些公司新的利潤增長點。

三季度業績：我們預計石化公司三季度盈利同比大幅增長50%以上。10月是上市公司三季報密集披露期，根據我們此前的分析，在油價上漲43%、石化產品價格價差擴大的推動下，石化公司第三季度盈利有望繼續大幅增長。

投資建議。油氣價格上漲預期下，油氣產業鏈公司將是四季度石化行業重要投資主線。原油產業鏈：油氣開採公司（中國石油、中國石化、新奧股份）；油服設備公司（石化機械、傑瑞股份、通源石油、中海油服、海油工程）；煤化工（華魯恒升）；C2/C3產業鏈（衛星石化）。

風險提示。油價、氣價下跌；石化產品價格、價差回落；項目進度低於預期。

農業：2018 年三季報前瞻：禽養殖增速提升，畜養殖總體低迷

剔除溫氏股份，海通農業重點公司2018年三季報淨利潤增速在-8%左右。截止9月30日，73家農業公司中已有27家發佈2018年三季報業績預告，歸母淨利的預告中值之和為41.83億元，同比下降36%，而預告上限和下限之和則分別為50.81億元和32.86億元，同比分別下降22%和50%。同時，我們對海通農業重點關注的22家公司進行了盈利預測，這22家公司歸母淨利增速為-12%，剔除溫氏股份後則為-8%。根據我們預測，歸母淨利潤同比下滑的有13家公司，主要集中在畜養殖和種子板塊。同比增長的有9家公司，集中在禽養殖和疫苗板塊。

子板塊分析：禽養殖增速提升，畜養殖總體低迷。今年前三季度生豬均價僅12.5元/公斤，大幅低於去年同期，養豬企業業績都有不同程度下滑，且生豬養殖業務占比較高的飼料企業也受到拖累。而禽養殖今年景氣明顯回升，產品價格大幅上漲，各企業業績扭虧或大幅增長。飼料和疫苗板塊延續分化趨勢，個股差異較大。而種子龍頭隆平高科和登海種業受到行業政策及競爭加劇影響，業績都有下滑。

1) 畜養殖：今年春節以來，生豬價格加快下行趨勢，3月份開始跌破行業盈虧平衡線，至5月下旬觸底企穩回升，三季度由於豬價反彈以及非洲豬瘟所導致的區域價格上漲，大部分企業盈利環比好轉，但總體看前三季度生豬均價約12.5元/公斤，相較於去年同期下降約18%，導致前三季度養豬企業歸母淨利同比大幅下滑，我們預計溫氏股份、正邦科技、天邦股份下滑幅度分別在23%、96%、25%。

2) 禽養殖：2018年前三季度禽養殖板塊景氣度明顯回升，禽鏈各環節價格震盪上行，儘管9月份略有下跌，但同比去年仍有較大漲幅，預計三季報增速環比中報有所提升。我們預計益生股份、民和股份前三季度大幅扭虧，歸母淨利預計為1.4億元和1.2億元。聖農發展、仙壇股份歸母淨利增長幅度分別在727%、206%。

3) 飼料：今年前三季度飼料企業業績分化明顯，養豬業務占比較高的大北農、唐人神、金新農預計盈利下滑幅度較大，而海大集團受益於水產飼料的高景氣以及自身的經營優勢，預計實現18%左右業績增長，禾豐牧業受益禽肉業務增長，預計利潤整體增速48%。

4) 疫苗：今年由於豬價較為低迷，對豬用疫苗銷售形成較大負面影響，加上口蹄疫免疫政策變化，相關企業短期經營壓力較大。我們預計生物股份前三季度延續中報下滑趨勢，中牧股份受益金達威利潤高增，預計利潤增速在45%左右。普萊柯度過最艱難時期，預計三季報增長相比中報將開始提速，增速在45%左右。

5) 種子：今年由於水稻、小麥最低收購價顯著下調，短期內部分稻種的老品種存在較大的去庫存需求。玉米種方面，市場上新品種的增加導致競爭更加激烈，套牌侵權等現象仍然屢禁不止，行業整體仍未現明顯復蘇跡象。玉米種子龍頭登海種業預計前三季度將出現虧損。水稻龍頭隆平高科由於受國內外並購產生的費用上升以及主業增速放緩影響，預計歸母淨利下滑44%。

風險提示：農產品價格大幅下滑；自然災害。

傳媒：遊戲政策監管思考

我們對比了全球多國遊戲監管政策，並對監管最嚴的韓國市場進行了全面的複盤分析，得出以下幾個結論：

1) 從全球市場來看，各國均有對遊戲產業進行政策疏導和監管，主要聚焦的是內容分級和未成年人保護，其中歐美國家以行業協會自律監管為主，日韓等東亞國家監管相對較嚴。2) 韓國遊戲監管也經歷了從相對寬鬆到全面收緊的政策環境，目前仍有宵禁和父母同意等強監管措施，政策收緊確實在短期造成了行業增速放緩，巨頭業績承壓和股價低迷。3) 我國移動遊戲產業也經歷了從野蠻粗放生長，到逐步規範運營的發展道路，板塊估值已經是歷史新低，但估值修復仍需等待政策監管的邊際變化。

我們認為：1) 雖然政策全面收緊，但龍頭公司還是具有相對規模優勢和產品及人才儲備，未來市場的集中度可能會進一步提升，關注：港股騰訊控股、美股網易。2) 出海公司遇到的監管風險較小，而且參考韓國經驗，可能短期會受益於國內產品荒帶來的CP廠商出海熱潮，關注：寶通科技（易幻網絡）、中文傳媒（智明星通）、世紀華通（Funplus）。

風險提示：政策監管趨嚴風險；遊戲用戶增速放緩；版號開放時間推遲。

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。