

2018年10月10日

財富管理-投資策略

金融工程

10月基金投資策略：外盤下跌影響市場情緒，保持均衡風格

股混開基：外盤下跌影響短期市場情緒，建議投資者保持謹慎，短期以穩為主，未來反彈向上超預期的因素可能包括改革加速推進、中美關係改善等，配置上建議保持均衡的風格。在基金品種的選擇上，價值風格關注廣發穩健增長、中歐價值發現；成長風格關注博時裕益靈活配置、交銀優勢行業、交銀新生活力；均衡靈活品種關注諾德成長優勢、圓信永豐優加生活、匯添富價值精選。

債券貨幣基金：央行再度降准，資金保持充裕，預計結構性債牛仍將延續。信用債方面，理財新規落地，風險偏好難升，建議優選中高等級信用債。品種選擇上，關注博時信用債純債、建信穩定增利、華夏現金、南方現金。

QDII和商品型基金：看好美國經濟長期增長，建議繼續關注投資美國股市的QDII基金；從全球風險加大背景以及資產配置層面考慮，可關注黃金等避險資產。品種選擇上，可關注廣發納斯達克100、諾安全球黃金。商品型基金可以關注華安易富黃金ETF聯接基金。

風險提示：基本面變化、貨幣政策和證券市場相關政策的不確定性、資金面大幅波動、人民幣貶值影響以及中美貿易摩擦不斷升級。

策略

9月最後一周資金淨流出123 億

預計最新一周資金入市合計約淨流出123億元。9月最後一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流出123億元，而前一周資金淨流出50億元。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112億元；公募基金新發行增加30億元；滬股通規模增加45億元；深股通規模增加19 億元。

市場情緒上升。9月最後一周年化換手率為161%，前一周為155%，07年高點1658%；9月最後一周市場成交均值為297.08億股，前一周為298.36億股；融資交易占比7.56%，前一周8.23%，歷史高點為19.5%，市場情緒上升。

融資融券市場看多情緒下降。截止9月最後一周週五，個股口徑加總的股票融資餘額為7220億元，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2.39%，融資融券交易在融資融券標

的中的交易占比達到14.63%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為124.12%，較前一周上升，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.5%，較前一周上升。一周融資買入834億元，較前一周下降，融券賣出17億元，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-96億元，前一周總淨買入額-99億元。

產業資本在二級市場淨減持16.19億元。根據WIND統計，截至9月28日當周產業資本在二級市場淨減持16.19億元。其中，主板淨減持2.39億元，中小板淨減持4.44億元，創業板淨減持9.36億元。從行業來看，輕工製造增持市值最大，為4.6億元；計算機減持市值最大，為5.77億元。從個股來看，索菲亞增持市值最大，約4.41億元，利亞德減持市值最大，約2.29億元。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

行業研究

紡織與服裝：美國有意提高跨境郵費，是否將成賣家的阿喀琉斯之踵？

美國要求對跨境郵資漲價。美國總統特朗普在2018年8月23日簽署了一份備忘錄，抗議“萬國郵政”系統下美國郵政收到的低“終端費”，並要求美國與“萬國郵政”重新協商美國郵政收取的終端費，並提出在2018年11月1日前，國務卿必須就該備忘錄提出的問題作出相應執行步驟的報告。美國政府對美國郵政關切程度的提升，引發了對跨境業務郵費提價的討論。

互聯網促進跨境包裹業務增長。郵政的傳統業務以投遞信函為主，隨著互聯網的發展，傳統信函的發件需求減少，而電商促進包裹業務增長，2017年全球電商交易規模為2.3萬億美元，同比增加25%，2012-17年複合增速為21%。2006年全球郵政系統下信函收入占比48%，2016年為39%；而包裹投遞收入占比從14%提升至23%。且“萬國郵聯”國際局總局長比莎爾·侯賽因、瑞士郵政國際部主管Paul Epiney，在不同場合分別提及兩個重要觀點：1）郵政快遞需正視電商增長帶來的競爭壓力；2）某些消費者可以在郵資優惠的前提下接受稍長的投遞期限，而“終端費”規則是可以促進市場的發展，滿足客戶需求的。

“萬國郵政”執行差異化“終端費”分成。“萬國郵政”是聯合國下屬，專門協商國際間郵政事務的組織。根據2018年開始執行的組別表，美國和中國分別被歸類在1、3兩個組別中，在現有政策下，相同的郵件從中國往美國支付的終端費少於反向投遞。我們按現有規定下的資費標準比較“中一美”投遞費用，重達1公斤的包裹從中國投遞至美國，需要支付給美國郵政的終端費為2.45美元；反向假設，同一個包裹從美國投遞至中國，需要支付給中國郵政的終端費為3.24美元，較美國郵政收到的終端費高出32%。而且，美國郵政收取的終端費低於國內投遞的零售價格，而中國郵政收取的終端費高於國內投遞的零售價格。

遞送服務競爭多樣。跨境業務從物流方式上來看，主要分為即時發貨的“小包”方式，以及提前發貨“海外倉”方式。“小包”物流用空運疊加境內物流，直接將包裹送達消費者，通常適用於國內倉庫的產品；“海外倉”物流則是以空運或海運大貨方式，以一般貿易形式進入目的地國，在到達

當地倉庫後，再根據訂單需求配合境內物流送達消費者。而“小包”形式中，包含郵政、快遞、專線等多種產品選擇，不同的產品在價格、遞送方式、物流時長等方面有所區別，均對郵政小包遞送產品形成競爭。

美國郵政連續10年虧損。美國郵政2017年實現收入696億美元，同比下降3%，較2000年增加8%，2000-2017年複合增速為0.4%；其中，自2009年金融危機後，收入逐步回升，2009-2017收入複合增速為0.5%。利潤端2007年開始呈現虧損，2012年達到-1.6億美元，此後逐步回升，在2017年虧損2574萬美元。對比快遞公司最新年報，UPS、FedEx和DHL的薪資福利費用率分別為53%、35%、33%，而美國郵政的此項費用率達到71%。我們認為，導致美國郵政虧損的主因是過高的薪資福利費用，從而侵蝕了利潤。

應對措施。若美實行郵費漲價，賣家需主要通過調整郵遞方式、調整產品結構兩個大方面來應對，具體措施包括：1) 在主要目標國建立海外倉；2) 創建自有專線，或與專線服務商、e郵寶建立深入合作關係；3) 減少廉價商品比例，研究消費者的消費習慣，根據不同群體開發產品組合套餐，提高每筆訂單的價格，降低郵資占比；4) 開發適應高端消費群體的高價、高質量產品，提升高單價產品的比例。

投資建議。諸多在早期率先實現規模擴大的企業，提前思考行業可能的變化，並逐步進行內部調整。相比小賣家主營低單價、寄送走小包的模式，部分有實力的賣家逐步提高了海外倉的占比，同時合作或自行開發各類專線，並對所銷售的產品進行升級。跨境通：公司出口業務兩大主體環球易購和帕拓遜的業務類型既互相獨立又互為補充。帕拓遜出口以品牌商品為主，具備一定溢價能力；環球易購由泛供應鏈式的業務模式起家，基於規模優勢成為行業龍頭，並在此後對產品進行提檔。通拓科技（華鼎股份）：華鼎股份於2018年4月完成對跨境電商公司通過科技100%股權的收購，通拓科技主要在第三方平臺上銷售多品類產品，其主張跨境銷售的多元組合，靈活運用多語言、多平臺、多國家下的不同組合運營，同時佈局海外倉，進行大數據分析。

風險提示。跨境貿易政策波動，行業競爭加劇，郵費漲價風險。

信息服務：國內設備商率先完成5G 第三階段測試，突出領先優勢

5G投資方向首選主設備商，長期關注5G網絡設備側、終端側關鍵器件的進口替代，建議關注強週期、彈性也較高的基站射頻子系統細分子領域龍頭個股。3G時代（2007-2011年），烽火通信市值峰值約200億元、最低約30億元，中興通訊市值峰值約950億元，最低約200億元；4G時代（2013-2017年），烽火通信市值峰值約400億元、最低約100億元，中興通訊市值峰值約1600億元、最低約300億元；展望5G，我們認為烽火通信、中興通訊等主設備商仍是市值空間最大的標的，作為5G核心推薦。同時，光網絡5G時代承載先行，基站配套接入及承載建設和流量高速增長後的傳輸網、數據中心擴容需求，對光模塊和核心器件、光纖光纜行業也帶來需求提振，尤其前者，我們繼續看好光迅科技為代表的國內自研核心激光器的光器件公司，以及關注在高速光模塊迭代更新及封裝領域領先的中際旭創。對於基站射頻子系統領域圍繞天線、天線振子、天線高頻PCB、濾波器、基站功放領域的階段性主題投資機會，建議持續關注國產化較高的基站天線領域（代表性企業通宇通訊）、通

信PCB企業（滬電股份、深南電路）、佈局基站功放進口替代的企業（耐威科技等）。而終端射頻部件的進口替代進展（麥捷科技、信維通信、立訊精密、三安光電等），是5G終端領域值得長期關注進展的一個方向。

中國5G第三階段測試結果發佈，國內主設備商率先全部完成NSA測試內容。IMT-2020(5G)推進組在第三節5G創新發展高峰論壇上公佈了中國5G技術研發試驗的第三階段最新測試結構。截至目前第三階段NSA（非獨立組網）測試已全部完成，其中華為、中興、中國信科完成了NSA 3.5/4.9GHz頻段測試內容，諾基亞（含上海貝爾）、愛立信完成大部分測試內容，三星開始啟動測試。同時中興通訊對外公開表示，已經為5G大規模商用做好全面準備。國內主設備商在5G第三階段測試中全面領先，維持推薦中興通訊，烽火通信（中國信科控股子公司）。

風險提示：中美貿易戰加劇等市場系統性風險；5G進程和運營商投資力度不及預期。

鋼鐵：預計四季度鋼價盈利無憂，鋼鐵板塊估值繼續修復

9月份鋼材盈利能力略降。9月份鋼材盈利能力繼續分化，螺紋線材毛利上升約25元/噸，熱板和中小型材下降約90元/噸，中板下降60元/噸，冷板下降30元/噸。平均鋼材盈利下降約30元/噸。我們認為旺季疊加房地產開工面積增速較好將使得建材後續盈利仍有優勢。

節前庫存平緩，受節日影響庫存可能有明顯波動。即使有節日備貨原因，國慶節前一周鋼材庫存仍略有增長，因此我們認為節後周庫存數據將可能受節日影響而明顯波動，但整體供需仍平衡。

四季度鋼價盈利無憂。四季度限產情況複雜，並可能因外部環境而使地方限產存在不確定性，需求端因行業旺季、下游趕工期而堅挺，因此我們認為整個四季度供需都會較為平衡，鋼價和盈利整體高位波動。

鋼鐵股估值繼續修復。利空接連釋放，行業基本面仍較為良好，三季度盈利較為確定，四季度我們認為沒有較大風險，鋼鐵板塊估值將繼續反彈。

風險提示：行業波動性仍存；對外貿易不確定性風險。

交通運輸：航空機場板塊三季報前瞻：成本端承壓，業績分化加劇

航空：油匯逆向致成本承壓，基本面持續向好。

行業供需：供需格局良好，提價釋放彈性。三季度迎來了航空業傳統的暑運旺季。根據2017年民航局115號文的下發和18夏秋航季的航班計劃，暑運旺季時刻總體較為緊張，在需求整體旺盛的情況下，供需差較為明顯。核心機場方面，18夏航季航班時刻配置政策規定6-9月嚴格控制時刻總量，不得新增，使得核心、熱門航段供需結構尤為緊張。與此同時，包括京滬、京廣、滬廣、滬深、京深等核心航線提價在旺季之前相繼完成，為航空公司收益管理奠定良好的基礎，亦打開了盈利空間。

油價：三季度油價大幅上漲，燃油附加費徵收減緩航司壓力。今年以來，ICE布油價格連續突破70、80美元/桶大關，航司成本端承壓，三季度，布油均價同比上漲45%，航空煤油出廠價亦突破5000元/噸，達到燃油附加費起征點，燃油附加費能對沖大部分油價的上漲，航司壓力減緩。

匯率：三季度匯率大幅貶值，成本費用端壓力巨大。匯率今年以來出現了較大的反轉，一季度升值（3.9%）、二季度小幅貶值（-1.2%）、三季度大幅貶值（-5%），匯率對航空公司的影響是綜合影響，一方面，中國國航有百億規模的美元負債，人民幣貶值會帶來匯兌損失，其次，占比30%左右的燃油成本和美元匯率掛鉤，美元升值，航空煤油進口價格會上升；此外，飛機租賃成本大多用美元付款（月付/季付居多），匯率上漲使得這部分成本亦會增加。

整體來看，我們預測三季度航空公司經營基本面良好，座公里收益大幅提升。但受油價、匯率雙重不利影響，Q3業績中國國航料將下滑；春秋航空、吉祥航空由於受匯率影響較小，業績有望增長。機場：樞紐機場邁入增長新階段，仍為中期穩健首選。

行業層面：出行持續景氣，樞紐機場邁入發展新階段。2018年，航空出行持續景氣，三大樞紐機場旅客吞吐量分別向1億（北京）、8000萬（上海）、7000萬（廣州）邁進，發展重心亦從單純的靠“量”發展過渡為重“質”發展。整體旅客吞吐量由高速增長過渡到中高速增長，且國際旅客量增速持續快於國內旅客量增速。三大機場注重培育新增長引擎——非航業務，流量經濟持續為機場貢獻高業績增速。我們預計三季度上市機場整體經營穩健。

公司層面：收入穩健，非航成利潤新引擎。三季度，上海機場由於旺季嚴控時刻增量，整體旅客吞吐量增速預計在5%左右，由於社零增速下滑，我們預計其Q3免稅業務增速亦環比下滑，但同比增速仍維持高位，新簽免稅合同將於明年生效，不影響當期利潤；白雲機場時刻增量亦較為有限，整體旅客吞吐量預計在5%左右，其T2航站樓於2018年4月26日投產，我們預計白雲機場收入增速維持較高水平，但由於新航站樓的大量折舊、人工、水電等開支，預計其歸母淨利潤同比仍小幅下滑。深圳機場三季度旅客吞吐量增速預計在8%左右，整體產能較為充裕，國際旅客量增速較快，但室外立柱廣告拆除可能會對收入產生小幅影響，我們預計其利潤增速保持穩健。

風險提示：免稅業務增速受經濟環境影響下滑，油價、匯率持續上漲等。

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。