

2018年11月2日

財富管理-投資策略

策略

成本費用上升導致利潤增速回落——2018年三季度報財報點評

核心結論：①全部A股18Q3/18Q2淨利累計同比為10.4%/14.1%，總營收累計同比為12.4%/12.3%，業績回落主要源于總營業成本上升，其中研發費用上升、減值損失增多最顯著，預計A股18、19年淨利同比9.5%、5%。②18Q3/18Q2中小板淨利潤累計同比為7.1%/13.5%，創業板為1.5%/8.1%，業績回落源于營收增速放緩、研發支出加大、減值損失增多，預計2018年淨利同比分別為5%、2%，19年為4%、8%。③目前估值盈利匹配度較好的行業如銀行、地產、家電、輕工、白酒等。

18年三季度報淨利累計同比為10.4%，盈利回落。①三季度報A股淨利累計同比為10.4%，ROE（TTM，下同）為10.4%，業績較中報回落。18Q3/18Q2/18Q1全部A股歸屬母公司淨利累計同比分別為10.4%/14.1%/13.4%，剔除金融後為16.6%/22.2%/21.3%，剔除金融兩油後為13.2%/19.6%/20.8%，淨利潤同比增速較中報回落。②淨利潤增速回落源于總營業成本上升，其中研發費用上升、減值損失增多更明顯。18Q3/18Q2 A股營業成本累計同比為15.9%/15.5%，研發費用191.2%/26.9%，信用減值損失為1685/677倍。③A股盈利迎來主跌浪，預計這輪盈利週期低點在2019年二三季度。參考庫存週期，明年經濟需求將持續微降，PPI、CPI趨於同步回落，名義GDP預計將降至8%左右，考慮到未來稅制改革將對沖部分業績下滑，我們預計2019年淨利同比為5%左右，盈利低點將在二三季度。中小創盈利增速比主板更快下滑。①主板三季度報淨利累計同比為11.0%，較中報回落。

18Q3/18Q2/18Q1主板歸屬母公司淨利潤累計同比為11.0%/14.3%/12.6%，淨利同比增速較中報回落。18Q3/18Q2/18Q1主板ROE（TTM）為10.8%/11.0%/10.6%，仍低於2005年以來均值为12.1%。預計18年主板淨利同比增速為10%，ROE為10.6%。②中小板三季度報淨利累計同比為7.1%，較中報繼續回落。18Q3/18Q2/18Q1中小板歸屬母公司淨利潤累計同比為7.1%/13.5%/18.1%，剔除券商後歸母淨利累計同比為8.3%/14.6%/19.3%，淨利同比增速較中報下滑。預計18年中小板淨利同比為5%，對應ROE為8.6%。③創業板三季度報淨利累計同比為1.5%，較中報繼續回落。18Q3/18Q2/18Q1創業板歸屬母公司淨利潤累計同比為1.5%/8.1%/28.4%，預計18年創業板淨利同比為2%，對應ROE為6%。

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。

10月產業資本出現淨增持

核心結論：①18年10月產業資本在二級市場淨增持49.0億元，9月淨減持125.0億元，2016年以來月均淨減持39.5億元。②按照18/10/31的股價估算，18年11月A股解禁市值約為1329億元，低於18年10月的1489億元，18年月均解禁2157億元。③以史為鑒，市場底部附近產業資本表現為淨增持。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。

18年10月產業資本二級市場淨增持49.0億元，16年以來月均淨減持39.5億元。截止2018年10月31日，從絕對規模看，18年10月產業資本在二級市場淨增持49.0億元，而18年9月淨減持125.0億元，2016年以來產業資本月均淨減持39.5億元。從相對規模看，18年10月產業資本淨增持額/解禁市值為3.29%，2016年以來均值為-2.00%，淨增持額/成交金額為0.09%，2016年以來均值為-0.04%，淨增持額/自由流通市值為0.03%，2016年以來均值為-0.02%。從板塊看，產業資本在主板淨增持57.5億元，中小板淨增持0.30億元，創業板淨減持8.72億元，淨增持額/解禁市值分別為6.31%、0.07%、-5.44%，可見主板增持力度最大，是二級市場產業資本增持的主要力量。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11月A股解禁市值約為1328.80億元，較10月下降。按照2018/10/31的股價估算，18年11月A股解禁市值約為1328.80億元，低於18年10月的1489.27億元，18年月均解禁2156.80億元，17年月均2169.29億元。18年11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1.10%，18年11月解禁市值/成交金額為2.56%，2016年以來該比值均值為2.55%，從自由流通市值角度18年11月解禁相對規模低於2016年以來平均水平。從板塊看，18年11月主板、中小板、創業板解禁金額分別為676.43、464.11、188.26億元，解禁金額/自由流通A股市值分別為0.54%、1.57%、1.09%，解禁金額/成交金額分別為2.09%、4.15%、2.28%。18年11月基礎化工、電力及公用事業、電子元器件等行業解禁壓力大。按照2018/10/31的股價估算，18年11月基礎化工、電力及公用事業、電子元器件等行業解禁金額最大，解禁額分別為238、180、118億元，解禁市值/自由流通市值分別為3.16%、2.72%、1.35%。從個股來看，11月傳化智聯、貴州燃氣解禁規模最大，解禁金額分別為203、79億元，解禁市值/流通市值分別為71.3%、40.5%。

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。

金融工程

高頻量價因子在股票與期貨中的表現

我們在本篇報告中將目光聚焦于日內價量信息和交易特徵，使用分鐘數據構建一系列高頻因子，並對比各因子在股票和期貨中的表現。

高頻因子分類。高頻因子可以分為收益率分佈、成交量分佈、量價複合、資金流和日內動量等幾個主要的類別，各類因子還可以做進一步的細化，例如收益率分佈因子包括已實現偏度、已實現峰度和上下行波動率等。

收益率分佈因子。高頻偏度和下行波動占比具有顯著的選股效果，多空組合月均收益差分別為1.45%和1.87%，因子IR分別為2.61和3.31。因子在股票中均呈現出反轉效應，即高頻偏度小、下行波動占比高的股票未來收益表現更好，而在期貨中呈現出動量效應，即高頻偏度大、上行波動占比高的期貨品種未來收益表現更好，最優參數區域的平均年化收益率分別為3.59%和3.81%。

成交量分佈因子。日內不同時段的成交量分佈能夠反映投資者的行為特徵。上午10點-11點成交量占比因子和股票下月收益顯著正相關，正交因子IR均超過2，而收盤前半小時成交量占比因子和股票下月收益顯著負相關，正交因子IR高達3.24。對於期貨，由於不同品種交易時段存在差異，該因子不具備區分效果。

量價複合因子。高頻量價相關性因子具有顯著選股效果，日內走勢呈現出“量價背離”特徵的股票未來收益表現好於“量價同向”的股票，多空組合月均收益差為2.10%，因子IR為2.48。因子在期貨中表現有所不同，量價相關性和倉價相關性因子值大的期貨品種未來收益更高，最優參數區域的平均年化收益率分別為3.46%和3.58%。

資金流因子。資金流向來自交易時產生的委託信息，反映的是微觀層面的供求關係。期貨資金流因子在回看期和持有期較短時取得負收益，在回看期和持有期較長時取得正收益，這意味著期貨資金流入因子具有短期反轉、長期動量特徵。

趨勢強度因子。股票趨勢強度因子具有一定選股效果，多空組合月均收益差為1.18%，但剔除風格因子後不再具備選股效果。因子在期貨中表現較好，最優參數區域內平均年化收益率為5.30%。

改進反轉因子。除了直接使用分鐘級別數據構建因子之外，我們還可以使用日內信息對傳統因子做增強。剔除了隔夜和開盤後半小時漲幅的一個月反轉因子的多空組合月均收益差從1.79%提升至2.28%，2017年以來提升效果尤為明顯。

高頻因子在股票和期貨中的表現存在差異。大多數高頻因子在股票中體現出反轉效應，即因子值小的股票未來收益更高，而在期貨中體現出動量效應，即因子值大的期貨品種未來收益更高。這種差異化特徵與交易機制和投資者結構有關。

風險提示。因子失效風險、流動性風險、統計規律失效風險。

行業研究

券商：頭部效應顯著，業績繼續分化——證券行業2018年三季度報回顧

淨利潤同比下降33%，頭部效應顯著。2018年前三季度30家上市券商實現營業收入1718億元，同比-13%，實現淨利潤447億元，同比-33%。30家上市券商淨利潤全部不同程度同比下滑。大型券商中，華泰證券（-5%）、中信證券（-8%）、申萬宏源（-8%）下滑幅度相對較小。中小型券商中，華西證券（-5%）、東興證券（-16%）、國金證券（-19%）下滑幅度相對較小，太平洋前三季度淨利潤

虧損1.77億。30家券商三季度單季實現營業收入558億元，同比-21%；三季度實現淨利潤125億元，同比-50%。其中申萬宏源（-19%）、招商證券（-22%）、華泰證券（-23%）、華西證券（-3%）三季度淨利潤下滑幅度相對較小。

1) 經紀業務：股基交易同比大幅下滑，傭金率基本穩定。2018年前三季度上市券商實現經紀收入417億元，同比-17%，收入占比24%。下滑主要是由於交易量大幅下滑，2018年前三季度累計日均股基交易額為3906億元，同比-15%。經過幾輪傭金戰，券商傭金率基本穩定，券商傭金率由17年的0.034%小幅上升至18年中期的0.035%。

2) 資本中介業務：規模下滑較多，利差略有提升。2018年前三季度，上市券商實現利息淨收入160億元，同比-31%。資本中介業務規模下滑是利息收入下滑的主因。9月末兩融餘額8227億元，較17年末-20%，前三季度日均兩融餘額9580億元；股票質押市值餘額4.53萬億元，較17年末+11%（考慮到其中有一部分市值增長來自於保證金的補充，預計券商實際融出規模有所壓縮）。儘管18年利差較17年略有上升，但仍難以彌補規模下滑帶來的利息淨收入減少。

3) 投行業務：IPO發行節奏仍緩慢，投行收入同比-32%。IPO審核趨嚴，18年被否率大幅增長。18年前三季度IPO累計承銷87個，募資1154億元，同比-34%。再融資募資9267億元，同比-7%。債券募資36147億元，同比+18%。其中公司債募資10447億元，同比+25%；企業債募資1361億元，同比-53%。

4) 資管業務：堅持向主動型管理轉型。2018年前三季度，上市券商資管業務收入196億元，同比+6%，占總收入的11%。券商18年資管結構性調整已逐步推進，主動管理規模占比有望繼續增長。

5) 自營業務：投資收益率降幅較大，預計將加大固收資產配置比重。30家上市券商前三季度合計實現投資收益440億元，同比-23%；投資收益率2.67%。投資收益下滑較多主要是由於前三季度權益市場波動加劇，股權類投資受影響較大。我們認為未來非方向型自營或將增多，衍生品和FICC業務成為未來看點。

投資策略：看好積極向財富管理、主動資管轉型的龍頭券商。悲觀/中性/樂觀假設下，2018年淨利潤同比-41%/-25%/-10%。估值處於低位，平均2018E PB在1.2x，部分大型券商估值2018E PB在1x以下。推薦華泰證券、中金公司、招商證券。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

石油化工：油氣開採業績改善，PTA 龍頭盈利翻倍——石化行業2018 三季報分析

原油價格。在OPEC 減產以及美國對伊制裁等地緣政治因素的推動下，國際油價震盪上行，2018年Q1-Q3布倫特均價分別為67美元/桶、75美元/桶和76美元/桶。

石化產品價差。2018年前三季度，乙烯、丙烯（PDH）、尿素、環氧丙烷、己二酸、PTA、丙烯酸甲酯價差同比分別擴大5.4%、17.6%、23.2%、14.2%、21.6%、33.2%、80.0%。

公司分類。我們將石化行業上市公司分為三個子板塊：油氣開採（3家）、油服（12家）、石油化工（30家）。由於中石油、中石化收入、利潤規模遠超行業內其他公司，因而我們將單獨分析這兩家公司。

油氣開採板塊：油價震盪上行，利潤大幅增長。2018年前三季度，3家油氣開採公司合計實現營業收入154.92億元，同比增長113.12%；實現歸屬母公司淨利潤21.30億元，同比大幅增長555.73%；整體而言，2018年以來油氣開採行業上市公司經營業績同比大幅增長，盈利能力明顯改善。

油服板塊：業績回暖明顯，板塊連續兩個季度盈利。2018年前三季度，12家油服行業上市公司合計營業收入654.10億元，同比增長14.79%；實現歸母淨利潤4.33億元。2018Q3，油服板塊整體盈利3.16億元，連續兩個季度盈利。

煉化板塊：維持高景氣，PTA龍頭盈利翻倍。2018年前三季度，30家煉化行業上市公司合計實現營業收入4626.93億元，同比增長25.84%；實現歸母淨利潤203.56億元，同比增長44.33%。2018Q3，4家PTA-滌綸產業鏈龍頭（恒力股份、恒逸石化、桐昆股份、榮盛石化）歸母淨利潤合計46.7億元，同比增長131.5%，環比增長85.7%。

中國石化：前三季度歸母淨利潤同比增長56.3%。2018年前三季度，公司實現歸母淨利潤599.80億元，同比增長56.3%。勘探與開採板塊繼續微虧，但煉油繼續保持不錯盈利，化工板塊盈利穩步提升，分銷板塊盈利雖有回落，但仍在合理範圍內。

中國石油：上游業務改善推動公司整體盈利大增。2018年前三季度，公司實現歸母淨利潤210.35億元，同比增長348.7%。其中勘探與開採業務盈利逐季回升，煉油與化工業務繼續實現較高盈利。

油價：短期震盪向上，預計2018 Q4布倫特原油均價80-90美元/桶。短期主要關注因素：（1）OPEC減產執行情況；（2）美國對伊制裁對伊朗原油出口的影響；（3）葉岩油產量增速；（4）中東原油剩餘產能投放情況。

重點上市公司：在油價超過80美元/桶後，建議重點關注上游投資機會，包括：1）擁有油氣開採業務的公司，包括中國石油、中國石化、新奧股份；2）國內油服公司，包括傑瑞股份、石化機械、中海油服、海油工程、通源石油等；3）優質煤化工企業，包括華魯恒升、廣匯能源等；（4）C2/C3產業鏈公司，衛星石化等。

風險提示：原油價格大跌，石化行業景氣度下降，產品價格大幅波動。

農業：農業2018年三季報總結：禽養殖增速繼續提升，畜養殖下滑趨勢趨緩

18Q1~3收入增10.8%，利潤降17.0%。截止10月31日，73家農業上市公司已全部公佈2018年三季報：73家公司2018年前三季度收入和歸母淨利潤分別為3374.8億元和154.5億元，同比分別變動10.8%和

-17.0%（若剔除體量較大的溫氏股份，則行業2018年前三季度收入和淨利潤增速分別為11.8%和-13.9%）；盈利能力方面，2018Q1~3行業毛利率為15.4%，同比下降1.1個百分點；費用率方面，2018 Q1~3期間費用率為9.8%，同比下降0.5個百分點。

子板塊分析：禽養殖增速繼續提升，畜養殖下滑趨勢趨緩。1) 畜養殖：三季度生豬價格回升，利潤下滑幅度縮小。今年三季度全國生豬均價明顯回升，單三季度均價達13.5元/公斤，相比一、二季度的13.1元/公斤和10.7元/公斤明顯回升，生豬養殖板塊利潤下滑幅度從中報的75.8%縮小至52.6%。個股看，由於各企業成本有差異，加上非洲豬瘟下地區間禁止調運導致豬價區域價差較大，各企業淨利潤下滑幅度不同，溫氏股份、牧原股份分別下滑28.2%和80.7%（其中溫氏股份由於黃羽雞業務盈利較好，業績下滑幅度較小），而雛鷹農牧、正邦科技分別下滑1141.4%和91.4%。2) 禽養殖：景氣繼續上行，盈利增速擴大。今年三季度禽養殖板塊景氣繼續上行，雞苗和毛雞均價分別達3.8元/羽和8.7元/公斤，相比上半年明顯提升，相關養殖企業業績增速加快。前三季度總體看，益生股份、民和股份相比2017年前三季度大幅扭虧，仙壇股份、聖農發展淨利潤實現大幅增長。3) 飼料：飼料板塊下滑幅度略有縮小，但個股表現仍不佳。今年前三季度飼料板塊歸母淨利潤同比下滑12.1%，相比中報的-18.2%有所縮小。但個股看，除禾豐牧業繼續維持50%以上高增長（主要由於禽養殖屠宰業務大幅盈利），海大集團、通威股份增速有所下滑，其他都延續此前的下滑趨勢。4) 動物疫苗：受益生物股份業績好轉，板塊淨利潤增速由負轉正。2018年三季度生物股份利潤增速明顯好轉，由於公司在板塊中利潤占比較高，使得板塊利潤增速由負轉正。其他個股中普萊柯增速繼續提升，中牧股份由於去年三季度投資收益較多，今年三季報增速明顯下降（剔除投資收益公司主業增速繼續大幅提升）。5) 種子：行業競爭加劇，延續下滑趨勢。三季報種企業績下滑幅度繼續加大，主要是由於今年初水稻最低收購價的下調和玉米種植面積調減的政策效應對種子銷售產生不利影響，加之國內水稻種子和玉米種子庫存水平持續處於較高水平，種業競爭加劇，種企經營毛利率均有不同程度下滑，拖累整體業績表現。

市場表現：年初以來跑輸大盤0.94個百分點。2018年1月1日以來，農業股累計漲幅-23.58%，跑輸全部A股0.94個百分點（-23.58% vs. -22.64%）。從單月情況看，1-2月全面跑輸，3-5月跑贏幅度較大，6-8月整體較弱，9-10月再次跑贏大盤。

風險提示。宏觀經濟下滑，農產品價格大幅下跌。

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。