

2018年11月7日

財富管理-投資策略

宏觀

長久轉債發行報告

長久轉債規模7億元，網下和網上同時發行，預設的發行數量比例為80%：20%。轉債初始平價100元左右，債底在87.84元左右，對流通盤的稀釋度達到72.8%，條款整體中規中矩。我們預計長久轉債網下中籤率在0.24%-0.43%左右，按目前正股價格估算上市價格約在104元左右。長久物流是國內規模最大的獨立于汽車生產廠商的第三方汽車物流企業，業務以整車物流為主。目前PE-TTM在19倍左右，處於行業中等水平；市值僅有67億左右，相對較小。公司三季度業績大幅下滑，一方面是行業下游需求走弱（乘用車銷量不佳）、另一方面公路治超導致運輸成本上升，而公司議價能力相對較弱，未來盈利還要看對整車廠商的提價能否如期落地。此外，正股明年面臨大股東首次解禁，需關注其對股價的壓力。轉債方面，最大的優勢在於較高的到期贖回價（115元），YTM（3.24%）較高，有一定的配置價值。我們認為轉債一級申購和配售可適當關注，但不排除股價大幅波動下有破面風險。

風險提示：股市下跌、中籤率較低、上市首日價格較低。

金融工程

2018年三季度公募基金的工具屬性評級結果分析

以跟蹤業績比較基準表現為目標的產品：截止到2018年三季度末，以跟蹤業績比較基準表現為目標的基金評級樣本共有260只。其中，工具屬性評級為五星的產品共169只，在全部樣本中的占比為65%；評級為四星的产品共60只，占比為23.08%。從樣本基金最近一年的年化跟蹤誤差分佈情況來看，約有45%的基金的年化跟蹤誤差小於1%，中位數為1.05%，算術平均值為1.29%。個別跟蹤誤差較大的產品主要是受到權重股長期停牌的影響。

截止至2018年三季度末，以超越業績比較基準表現為目標的基金評級樣本共有372只。其中，工具屬性評級為五星的產品共29只，在全部樣本中的占比為7.80%；評級為四星的产品共39只，占比為10.48%；評級為三星的产品共62只，占比16.67%。此外，從全部樣本基金表現相對於業績比較基準的表現來看，截止2018年三季度末，在過去2年中戰勝基準的比例為41.67%，相比二季度有所下降。風險提示：本報告是對2018年三季度公募基金的工具屬性評級結果的客觀分析點評，所涉及的基金不構成投資建議。

行業研究

銀行：資負配路邊際分化，盈利能力逐季向好

盈利：營收、撥備前利潤增速向好，中小行息差擴大。25家上市銀行2018年前三季度歸母淨利潤同比增長6.87%，增速較上半年提高0.43個百分點。前三季度子板塊中邊際改善最明顯的是股份制銀行。細分來看驅動因素有所分化：1) 國有銀行、農商行規模擴張加速，股份制、城商行資產增速持平。2) 國有銀行息差環比微降，中小銀行受益于同業負債成本改善息差擴大。3) 國有銀行、股份制因IFRS9口徑調整非息增速加快，城商行、農商行手續費來源較為單一增速持平。

資產：中小行加大貸款配置，壓降同業、投資類資產。三季度國有銀行貸款同比增速小幅提高，但貸款占比仍環比下降。在流動性寬裕的環境下，國有銀行加大了同業、投資類資產的配置。中小銀行資產結構仍然處於調整階段，傾向於投放收益更高的貸款、壓降低收益的同業資產，並且在大額風險暴露新規下部分銀行也壓降了投資類資產。三季度上市銀行繼續加大零售貸款配置，也反映當前銀行風險偏好沒有明顯提升。

負債：大行存款占比下降，中小銀行存款占比提升。面對存款價格抬升、同業利率下行的情景，國有銀行更傾向於選擇吸收主動負債。另一方面，多數中小銀行3Q末同業負債+CD占比環比下降，我們認為主要是由於中小銀行受流動性指標約束更大，因此加大吸收對指標有利的存款。活期存款占比環比持續下降也反映當前銀行通過市場化定價存款加大攬儲力度。

資產質量：不良率下降，撥備進一步夯實。3Q末大中型銀行不良改善帶動上市銀行不良率環比下降1BP。我們認為一方面受宏觀環境影響，另一方面也是由於今年監管對不良確認標準進行嚴格要求。3Q末上市銀行撥備覆蓋率197.74%，環比提高3.09個百分點。當前不良偏離度回歸合理水平、IFRS9貸款損失減值模型提前計提撥備，我們認為當前撥備覆蓋率處於合理水平。

專題：IFRS9下提早確認損失使得信貸成本、撥備覆蓋率提高。IFRS9下的第三階段與2017年末已減值貸款均為不良貸款，新舊會計準則下這一部分的撥貸比波動不大；IFRS9下第二階段的撥貸比明顯高於第一階段。我們推斷如果銀行第二階段的資產餘額顯著增加，而在第三階段的資產沒有顯著增加時，撥備相對不良餘額會明顯提高。從實際情況來看，銀行實施IFRS9之後撥備水平均出現了提高，因而目前約束撥備水平的主要是IFRS9下的預期損失計量體系。

投資建議。上市銀行三季報的盈利指標繼續向好，營業收入、撥備前利潤、歸母淨利潤增速逐季提高。一方面銀行的運營效率仍在持續提高；另一方面銀行當前仍保持審慎的態度加大撥備計提力度。我們預計四季度流動性仍將保持合理充裕，疊加10月定向降准，中小行息差仍有望企穩擴大。三季末不良率指標有所分化，考慮當前宏觀環境及監管對不良認定趨嚴，我們認為四季度信用風險或繼續分化。我們看好非息收入來源多元化、負債成本持續改善的銀行。行業2018E PB為0.85倍，給予行業“優於大市”評級。公司個股推薦建設銀行（大行中資產質量最優、不良確認最充分）。

風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

鋼鐵：上市鋼企18Q3 盈利297 億元，再創新高

業績表現：上市鋼企前三季度盈利811億元，18Q3盈利297億元，再創新高。鋼材消費進入“金九銀十”的傳統旺季，需求支撐下鋼價盈利保持堅挺。

盈利能力：上市鋼企18Q3毛利率16.5%，淨利率8.0%。18Q3上市鋼企毛利率16.54%，環比升0.33pct.；淨利率8.01%，環比大體持平。

營運能力：上市鋼企18Q3資產周轉速率提升。18Q3上市鋼企加權應收賬款周轉天數為9.24天，環比減少0.99天；加權存貨周轉天數為53.35天，環比減少2.21天；加權年化總資產周轉率為0.94次，環比增0.02次。

資本結構：上市鋼企18Q3期末負債率58.89%，較年初降2.94pct.。隨著盈利持續高位，上市鋼企降杠杆成效顯著，截至三季度末負債率已降至58.89%，率先完成中鋼協在2017年初提出的3-5年負債率降到60%以下的目標。根據中鋼協，9月末全國重點鋼企負債率66.11%，較年初降1.12pct.，同比下降3.91pct.，由於重點鋼企採用集團報表，含大量非鋼業務，去杠杆進展相對較慢。

資產收益：上市鋼企18Q3年化ROE達18.65%。18Q3上市鋼企年化ROA和ROE分別為7.56%和18.65%，環比升0.12pct.和0.04pct.。其中銷售淨利率8.01%，環比微降0.002pct.，盈利能力大體持平；總資產周轉率為0.94次，環比增加0.02次，營運能力提升；權益乘數2.43，低於18Q2的2.52，杠杆降低。股票表現：年初以來跑贏大盤，板塊相對收益明顯。截至11月5日，WIND鋼鐵指數年初以來跌17.28%，跑贏上證、深成、滬深300指數2.12、11.71、1.77個百分點；年中以來WIND鋼鐵指數跌4.21%，跑贏上證、深成、滬深300指數2.18、12.21、2.86個百分點；中信29個一級行業指數中，鋼鐵指數年初以來漲跌幅第5，年中以來第4，持續高盈利和低估值支撐板塊相對收益。截至11月5日上市鋼企PB(18Q3)1.12x，PE(18Q3年化)6.17x，PE(18Q1-3年化)6.79x。

投資建議：我們預計年前鋼價盈利高位波動，看好板塊估值修復行情。棚改政策變動使小城開發商搶工，房地產新開工面積同比高增長，貨幣及財政政策的邊際放鬆緩衝投資下滑，我們認為年前需求將保持堅挺。供給端採暖季限產漸進，我們預計未來兩個月供需仍較為穩定，鋼價及盈利高位波動。過去幾個月，建築用鋼需求旺盛，建材庫存主線趨勢性向下，而製造業用鋼庫存則一路升高。建築用鋼供需良好，製造業用鋼供需有一定壓力，我們預計螺強板弱仍有一定持續性。按三季度業績年化，鋼鐵板塊估值約6倍PE，若按全年業績我們預計不到7倍PE，個別公司三季度業績年化PE甚至不到3倍，我們判斷年前供需基本平衡，盈利高位盤整，看好板塊估值修復行情。推薦低估值、建材類為主的公司，建議關注三鋼閩光、韶鋼松山、馬鋼股份、方大特鋼、柳鋼股份等。

風險提示：政策風險及外部風險。

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。