

18Q4基金持仓分析：持仓继续回落，低配比例创新高

2019年01月25日

【投资要点】

- ◆ 2018年Q4化工板块基金配置比例为2.7%，环比Q3继续回落0.7pct，同比降低1.5pct，已逼近近6年最低水平。行业低配比例为2.7%，环比进一步扩大0.4pct，低配程度为近六年最高，已连续低配22个季度。
- ◆ 基金加仓集中在周期性较弱依然保持较好成长性的新材料领域以及四季度景气仍处高位的部分周期行业（钾肥、制冷剂），而减仓集中在涤纶、聚氨酯、农药、氮肥等景气高点已现的周期行业。持仓个股分布来看，持仓集中度有所下降，新材料、农化相关标的配置比例提升，对周期白马股的配置比例下降。

【配置建议】

- ◆ 三季度以来宏观经济增速继续下降，需求下行主导的化工行业整体景气度转弱已持续被验证。我们认为顺势而为，寻找确定性的业绩增长，兼顾周期龙头的估值修复行情是当前核心理念。成长板块关注三条主线：需求高增长，产能稳步投放，成本压力缓解；周期板块重点关注龙头企业业绩寻底期间的预期偏差。
- ◆ 看好新材料领域的再升科技（603601），建议关注电子化学品板块飞凯材料（300398）、晶瑞股份（300655）、尾气处理领域国瓷材料（300285）、万润股份（002643），农化板块新洋丰（000902），三大白马万华化学（600309）、华鲁恒升（600426）、扬农化工（600486）。

【风险提示】

- ◆ 下游需求大幅下滑；
- ◆ 产品价格大幅下跌；
- ◆ 原油价格剧烈波动。

中性（维持）

东方财富证券研究所

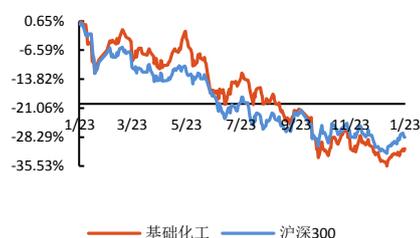
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：孙翠华

电话：021-23586338

相对指数表现



相关研究

- 《化肥出口关税全面放开，钾肥及钾复肥市场利好明显》
2018.12.26
- 《景气走弱，聚焦成长，关注周期结构性机会》
2018.12.05
- 《贸易战暂缓，外需预期提振》
2018.12.03
- 《个股商誉减值风险分析》
2018.11.22
- 《萤石、氢氟酸持续走高，关注磷复肥会议冬储政策指导》
2018.11.06

正文目录

1. 板块持仓分析：持仓继续回落，低配比例创新高.....	3
1.1. 一级行业：配置比例继续回落.....	3
1.2. 子行业分布：周期走弱，成长接力.....	4
2. 个股持仓分析：持仓集中度下降，新材料、农化相关标的配置比例提升....	5
3. 投资建议	8
4. 风险提示	9

图表目录

图表 1：申万化工行业基金配置及超配比例变化.....	3
图表 2：申万化工行业指数超额收益与行业超配比例同步性较强	3
图表 3：化工行业超配情况与宏观经济走势相关性较强	4
图表 4：申万化工三级子行业 18Q4 配置比例.....	4
图表 5：子行业 18Q3 基金持股占流通市值比例前十位	5
图表 6：子行业 18Q4 基金持股占流通市值比例前十位	5
图表 7：2018Q4 三级子行业超配比例变化前十位	5
图表 8：2018Q4 三级子行业超配比例变化后十位	5
图表 9：化工行业配置集中度略有下降.....	6
图表 10：2018Q3 基金持股占流通市值比例前十位	6
图表 11：2018Q4 基金持股占流通市值比例前十位	6
图表 12：18Q4 基金持股占流通市值比例变化前十位	6
图表 13：18Q4 基金持股占流通市值比例变化后十位	6
图表 14：2018Q3 重仓持有基金家数前十位（家）	7
图表 15：2018Q4 重仓持有基金家数前十位（家）	7
图表 16：18Q4 重仓持有基金家数变化前十位（家）	7
图表 17：18Q4 重仓持有基金家数变化前十位（家）	7
图表 18：关注池公司基金持仓变化.....	7

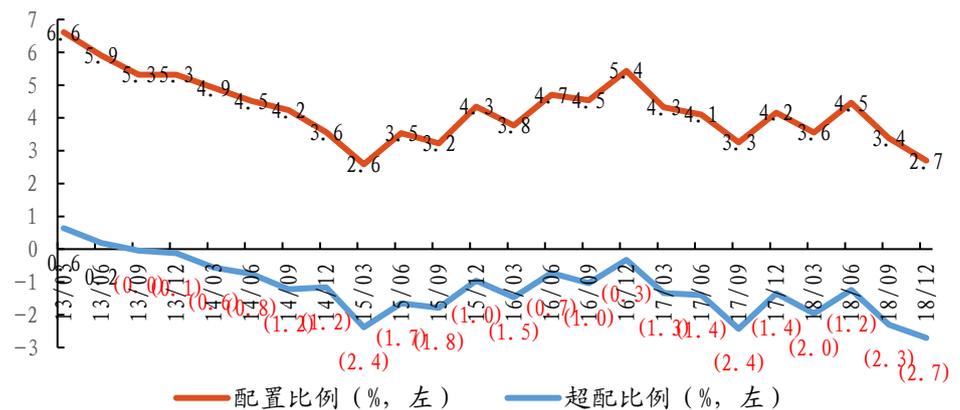
1. 板块持仓分析：持仓继续回落，低配比例创新高

1.1. 一级行业：配置比例继续回落

根据近期披露的基金四季报数据，我们测算了申万化工行业的配置比例和超配比例。以公募基金持有申万化工板块市值与公募基金权益类资产市值之比作为行业配置比例，其中，各年度 Q1、Q3 以及 2018 年 Q4 数据采用基金季报前十大重仓股持股数据，其他季度采用基金半年报或年报披露的全部持仓数据。假设基金在重仓与非重仓部分对行业的配置比例一致，鉴于该假设具有较强合理性，不会对统计结果的连续性造成影响。超配比例以行业配置比例减去行业总流通市值与 A 股总流通市值之比计算。

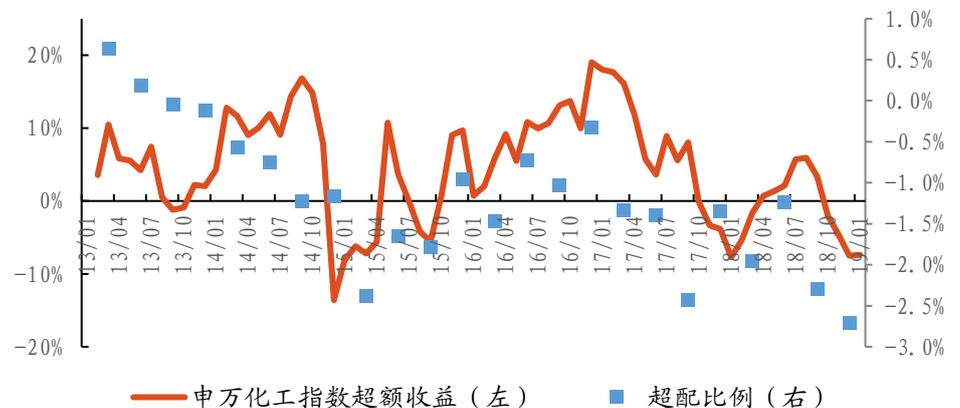
经统计，2018 年 Q4 化工板块基金配置比例为 2.7%，环比 Q3 继续回落 0.7pct，同比降低 1.5pct。18 年全年基金对化工板块的配置比例除在二季度短暂回升外，整体处于下降通道，已逼近历史最低水平（2015 年一季度为 2.6%）。18 年 Q4 化工行业低配比例为 2.7%，环比进一步扩大 0.4pct，低配程度为近六年最高，化工行业已连续低配 22 个季度。

图表 1：申万化工行业基金配置及超配比例变化



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

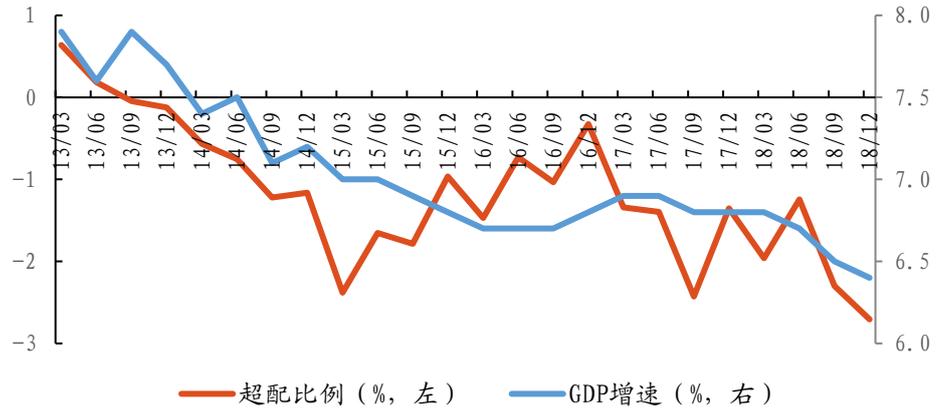
图表 2：申万化工行业指数超额收益与行业超配比例同步性较强



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

分析 13 年以来申万化工行业指数相对沪深 300 的超额收益率变化，我们发现超额收益率与行业整体超配比例同步性较强。同时基金对化工板块的超配比例与 GDP 增速具有一定正相关性，领先 GDP 约 2-4 个季度。化工行业下游应用广泛，作为周期性行业，行业整体盈利水平受宏观经济环境影响较大，投资者对未来宏观经济走势的预期直接影响到对化工板块的配置比重。不难理解当前经济增速下行阶段化工板块的持续低配现象，但随着宏观经济增速逐步筑底，我们认为化工板块配置比例已逼近底部，继续下行空间有限。

图表 3：化工行业超配情况与宏观经济走势相关性较强

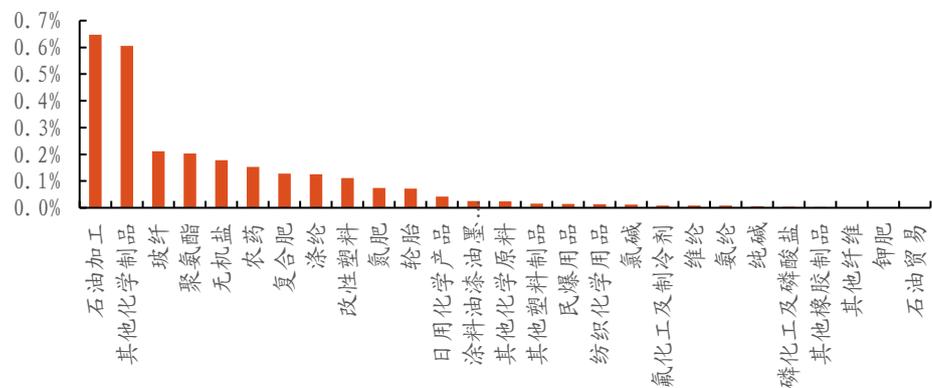


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 子行业分布：周期走弱，成长接力

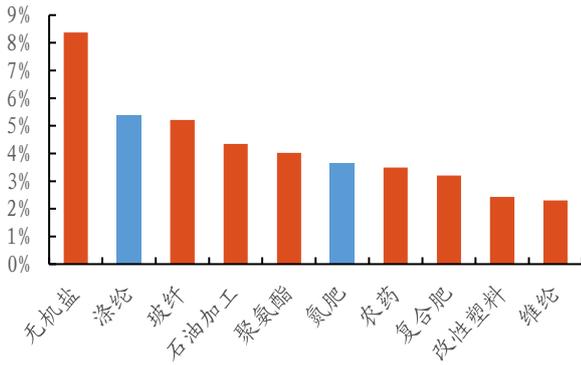
分析基金持股在各子行业的分布，从配置比例绝对量来看，仍然是石油化工、其他化学制品、玻纤、聚氨酯、无机盐、农药、复合肥、涤纶等行业排名靠前。但从基金持股市值占流通市值比例来看，Q4 排名靠前前十位子行业为无机盐、玻纤、石油加工、改性塑料、复合肥、其他化学制品、聚氨酯、维纶、轮胎、农药，相较 Q3 增加了其他化学制品和轮胎，调出了涤纶和氮肥（其他化学制品子行业主要以电子化学品、锂电材料以及其他新材料生产企业为主）。

图表 4：申万化工三级子行业 18Q4 配置比例



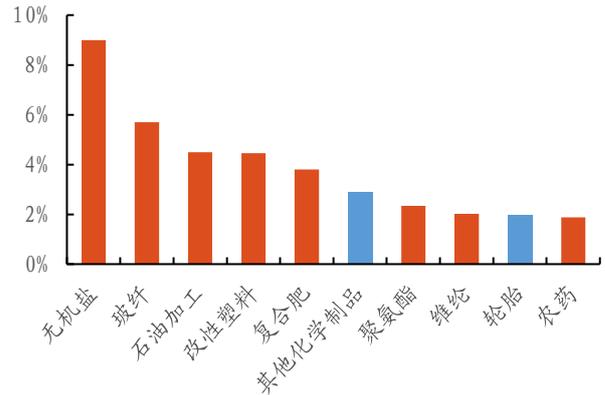
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5: 子行业 18Q3 基金持股占流通市值比例前十位



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

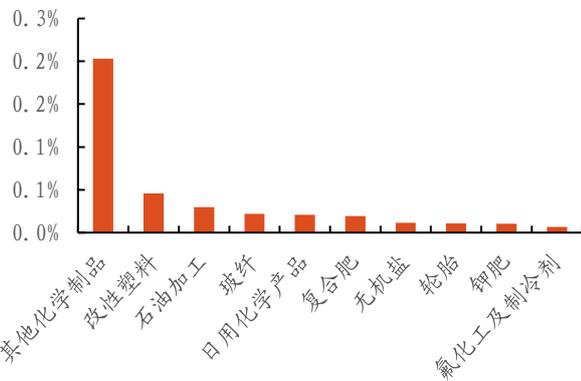
图表 6: 子行业 18Q4 基金持股占流通市值比例前十位



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

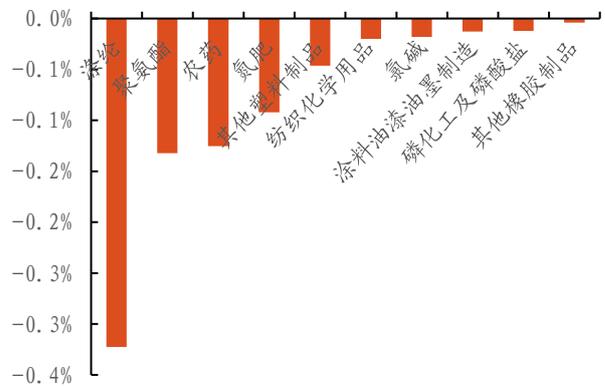
从 Q4 子行业超配比例环比 Q3 变化情况来看, 超配比例提升较多的子行业为其他化学制品、改性塑料、石油加工、玻纤、日用化学品、复合肥; 而超配比例下降较多的子行业主要为涤纶、聚氨酯、农药、氮肥、其他塑料制品。可见, 基金加仓集中在周期性较弱依然保持较好成长性的新材料领域以及近期景气仍处高位的部分周期行业(钾肥、制冷剂), 而减仓较多的多为景气高点已过的周期行业。石油加工行业 Q4 仍获加仓主要系样本公司中国石化基金配置比例继续提升, 考虑是由于油价高位回落至炼化业务盈利的舒适区间, 对冲了上游勘探开发业务的盈利下降, 市场对石化企业盈利增速并不过分悲观。

图表 7: 2018Q4 三级子行业超配比例变化前十位



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8: 2018Q4 三级子行业超配比例变化后十位

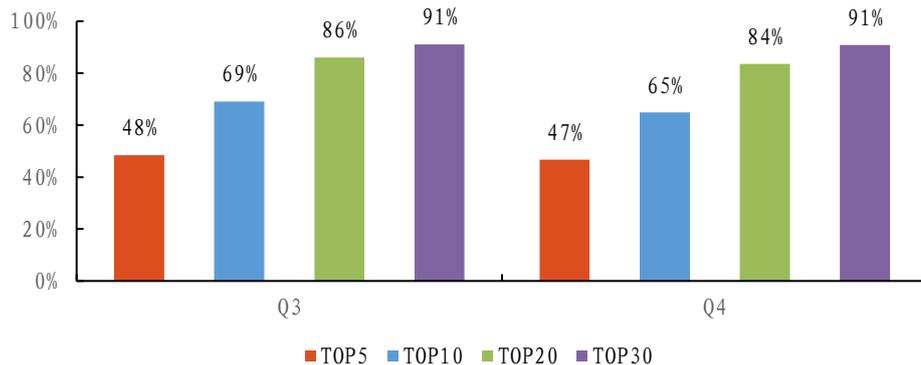


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 个股持仓分析: 持仓集中度下降, 新材料、农化相关标的配置比例提升

Q4 持仓市值前 5/10/20/30 名个股的基金持股市值占化工行业总持仓市值的比例分别为 46.7%/64.8%/83.5%/90.8%, 较 Q3 分别降低 1.8/4.3/2.6/0.2pct, 持仓集中度下降明显。考虑主要原因仍为基金对市值较高的部分周期白马股配置比例降低, 而加仓较多的成长板块标的多市值较低。

图表 9: 化工行业配置集中度略有下降

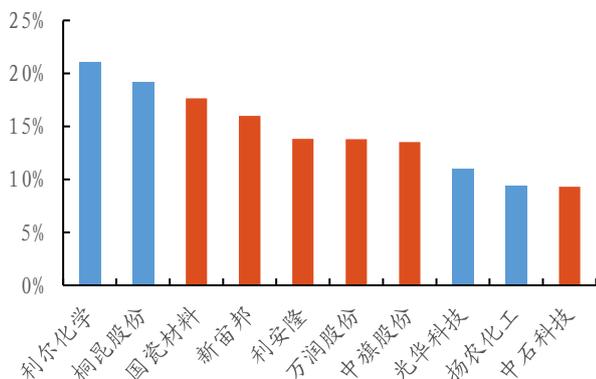


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

Q4 基金持股市值占流通市值比例前十位的个股为万润股份、国瓷材料、新宙邦、利安隆、中石科技、当升科技、珀莱雅、强力新材、诺普信、中旗股份, 相比 Q3 调入了当升科技、珀莱雅、强力新材, 调出了利尔化学、桐昆股份、光华科技、扬农化工。**新材料板块及两个弹性较大的农药标的为 Q4 持仓重点。**

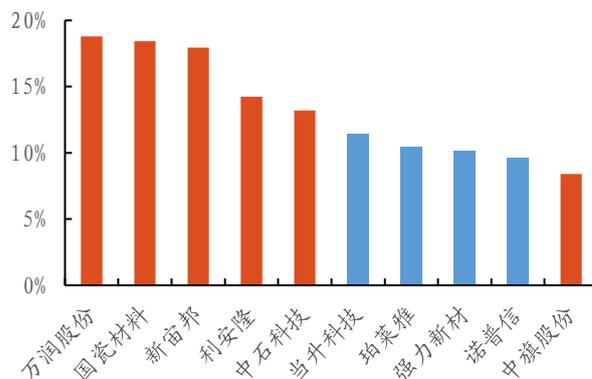
环比来看, Q4 基金持股市值占流通市值比例环比 Q3 提升较大的有当升科技、珀莱雅、强力新材、诺普信、新洋丰, 下降幅度较大的为利尔化学、桐昆股份、扬农化工、华鲁恒升几只白马股。

图表 10: 2018Q3 基金持股占流通市值比例前十位



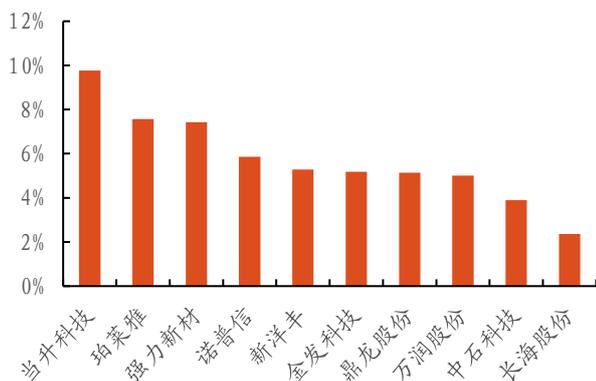
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 2018Q4 基金持股占流通市值比例前十位



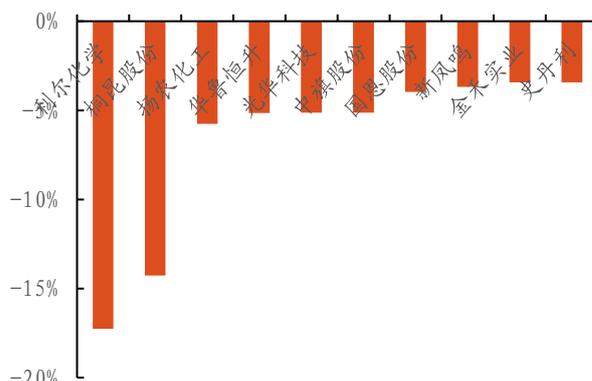
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 18Q4 基金持股占流通市值比例变化前十位



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

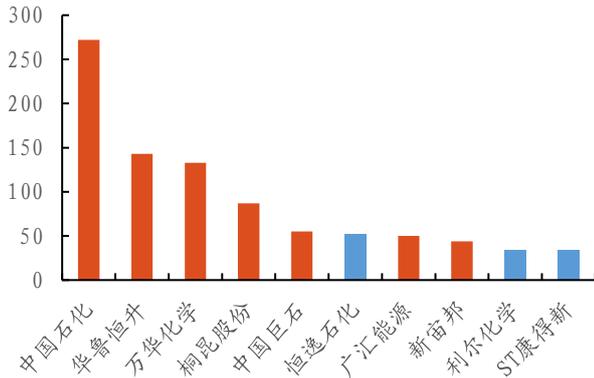
图表 13: 18Q4 基金持股占流通市值比例变化后十位



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

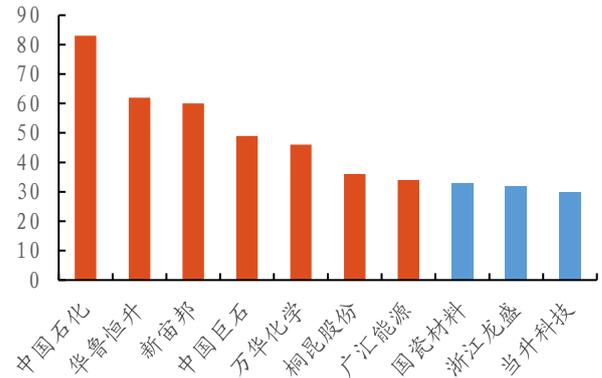
从重仓持有基金数量来看，Q4 被基金重仓持有家数前十位标的分别为中国石化、华鲁恒升、新宙邦、中国巨石、万华化学、桐昆股份、广汇能源、国瓷材料、浙江龙盛、当升科技，相比 Q3 增加了国瓷材料、浙江龙盛、当升科技，调出了恒逸石化、利尔化学、康得新。环比来看，重仓持有的基金增加家数前十位为新宙邦、万润股份、当升科技、新洋丰、国瓷材料等，减少家数前十位为中国石化、万华化学、华鲁恒升、桐昆股份、恒逸石化等。再次印证了机构的配置热点集中在新材料和部分农化领域，对周期白马股的配置比例下降。

图表 14: 2018Q3 重仓持有基金家数前十位 (家)



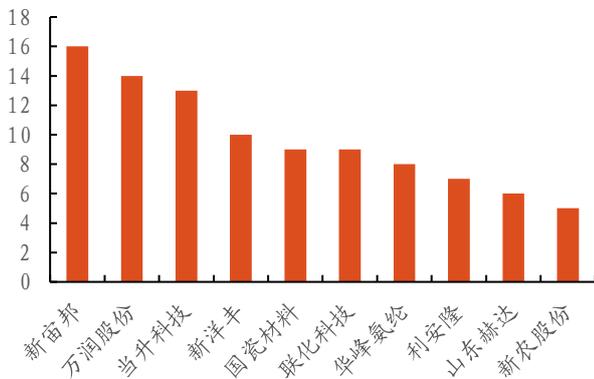
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 2018Q4 重仓持有基金家数前十位 (家)



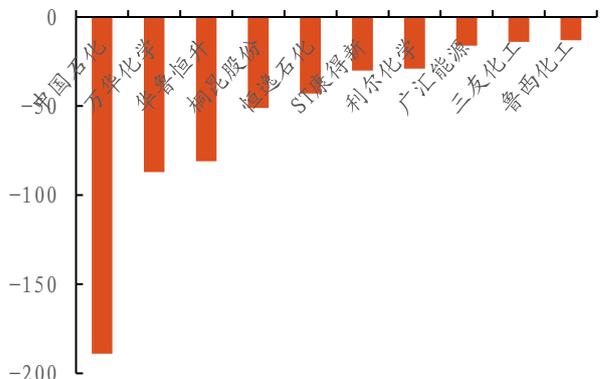
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 18Q4 重仓持有基金家数变化前十位 (家)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 17: 18Q4 重仓持有基金家数变化前十位 (家)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 18: 关注池公司基金持仓变化

代码	简称	Q3 持有基金数 (家)	Q3 基金持股占流通市值比例 (%)	Q4 持有基金数 (家)	Q4 基金持股占流通市值比例 (%)	基金持股占流通市值比例变化 (%)	重仓持有基金数变化 (家)
300429.SZ	强力新材	8	2.69%	9	10.11%	7.42%	1
000902.SZ	新洋丰	11	0.60%	21	5.88%	5.28%	10
300054.SZ	鼎龙股份	7	1.83%	8	6.96%	5.14%	1
002643.SZ	万润股份	14	13.78%	28	18.79%	5.01%	14
300684.SZ	中石科技	8	9.31%	6	13.21%	3.90%	-2
002709.SZ	天赐材料	3	0.56%	5	2.88%	2.33%	2

代码	简称	Q3 持有基金数 (家)	Q3 基金持股占流通市 值比例 (%)	Q4 持有基金 数 (家)	Q4 基金持股占流 通市值比例 (%)	基金持股占流通市 值比例变化 (%)	重仓持有基金数 变化(家)
300037.SZ	新宙邦	44	15.98%	60	17.96%	1.98%	16
603601.SH	再升科技	4	2.27%	9	3.77%	1.50%	5
300285.SZ	国瓷材料	24	17.65%	33	18.42%	0.78%	9
002632.SZ	道明光学	4	1.27%	9	1.88%	0.61%	5
600160.SH	巨化股份	2	0.04%	7	0.57%	0.54%	5
300596.SZ	利安隆	11	13.83%	18	14.24%	0.42%	7
600176.SH	中国巨石	55	6.96%	49	7.34%	0.38%	-6
603078.SH	江化微	0	0.00%	1	0.06%	0.06%	1
002409.SZ	雅克科技	0	0.00%	1	0.03%	0.03%	1
002440.SZ	闰土股份	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	0
000525.SZ	红太阳	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	0
300537.SZ	广信材料	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	0
300637.SZ	扬帆新材	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	0
300236.SZ	上海新阳	1	0.00%	0	0.00%	0.00%	-1
600500.SH	中化国际	2	0.01%	1	0.00%	-0.01%	-1
600596.SH	新安股份	9	0.27%	2	0.06%	-0.22%	-7
000830.SZ	鲁西化工	15	0.32%	2	0.10%	-0.22%	-13
600352.SH	浙江龙盛	28	0.74%	32	0.43%	-0.31%	4
300655.SZ	晶瑞股份	1	1.30%	1	0.94%	-0.36%	0
300398.SZ	飞凯材料	11	5.56%	13	5.16%	-0.40%	2
300409.SZ	道氏技术	5	1.22%	1	0.33%	-0.88%	-4
600141.SH	兴发集团	9	2.07%	4	0.65%	-1.41%	-5
603737.SH	三棵树	7	2.69%	2	1.26%	-1.44%	-5
600309.SH	万华化学	133	5.49%	46	3.39%	-2.11%	-87
002597.SZ	金禾实业	9	5.20%	13	1.76%	-3.44%	4
002741.SZ	光华科技	9	10.98%	8	5.84%	-5.13%	-1
600426.SH	华鲁恒升	143	9.15%	62	4.00%	-5.15%	-81
600486.SH	扬农化工	28	9.34%	16	3.59%	-5.75%	-12
002258.SZ	利尔化学	34	21.04%	5	3.78%	-17.26%	-29

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3. 投资建议

因势利导，聚焦成长。三季度以来宏观经济增速继续下降，需求下行主导的化工行业整体景气度转弱已持续被验证。此背景下我们认为顺势而为，寻找确定性的业绩增长是当前核心理念。关注三条主线：一是需求周期波动性较弱，或在国产化替代、政策利好等因素推动下仍有较大空间；二是产能稳步投放，市场份额逐步提升；三是受益油价回落，成本压力缓解明显。基于这三条主线，建议重点关注电子化学品、尾气处理催化材料等相关新材料标的以及弹

性较大的部分农化标的。

关注周期龙头，择时介入。19年大部分化工周期行业业绩增速下滑基本已是确定性事件，但本轮景气周期期间行业产能扩张主要集中在龙头企业，行业集中度进一步提升，龙头企业仍有新产能投放贡献部分业绩增量，业绩增速高于行业平均水平。另外，大部分周期龙头企业估值已逼近历史低位，悲观预期已反应比较充分，叠加部分企业稳定的高股息率可部分充当熊市保护伞，我们认为周期龙头企业业绩寻底期间的预期偏差仍将带来一定的估值修复机会。

标的方面看好新材料领域的再升科技(603601)，建议关注电子化学品板块飞凯材料(300398)、晶瑞股份(300655)、尾气处理领域国瓷材料(300285)、万润股份(002643)，农化板块新洋丰(000902)，三大白马万华化学(600309)、华鲁恒升(600426)、扬农化工(600486)。

4. 风险提示

下游需求大幅下滑；
产品价格大幅下跌；
原油价格剧烈波动。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。