

策略

二八分化的調整又來了

市場二八分化的調整已經開始。①指數有迷惑性，二八分化的調整已經開始。過去一周市場整體下跌，上證綜指跌-1.4%，個股跌幅中位數為-5.8%，均值-5.3%，上證50漲2.7%，下跌個股家數占比為82.8%，上漲家數占比為17.2%，二八分化現象重現。②短期擾動還未結束。10月29日提出的兩大擾動因素，目前並未消退。11月17日央行聯合三會、外匯局發佈《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見（徵求意見稿）》，金融監管仍在落地期，國債近期下跌對股市的影響仍在發酵中。目前企業盈利處於空窗期，國債利率上行對股市的壓力仍在發酵。此外，美聯儲10月已啟動縮表進程，美國利率期貨市場反映美聯儲12月加息概率已經升至100%，11月2日英國央行宣佈加息25個基點，為07年7月以來首次加息，海外股市11月以來整體處於下跌調整中。

業績是波折期最好的禦寒衣。①盈利增長確定且與估值匹配的公司抗跌性強。10月底對短期市場謹慎後，11月初報告《業績是應對波折的防護盾》中就提出，應對短期波折，業績和估值匹配的公司是最安全的選擇，2016年以來的三次回檔中盈利較好的板塊表現更優。②臨近歲末，機構調倉佈局會影響短期結構。2016年1月底上證綜指2638點時，我們提出熊市結束，市場進入震盪市，之所以未定性為牛市，一方面個股份化，仍是結構性行情，另一方面市場未出現增量資金，資金流入流出基本保持平衡，是存量市。特別是在上週五，北上資金大量賣出前期漲幅較高的貴州茅臺和中國平安，單日減持額分別達11.3、4.3億元，占當日成交額的13.2%、3.7%。

應對策略：耐得住，等得起。①短期注重穩健，耐得住，中期保持樂觀，等得起。2016年1月底上證綜指2638點時提出熊市結束，盈利增長推動市場中樞抬升，展望未來，盈利回升的中期趨勢未變，加之國內外機構投資者陸續入場，我們對市場中期趨勢依舊樂觀。短期注重穩健，國內國債利率上升、海外股市低迷的擾動未消退，未來繼續跟蹤政策面的動向，比如一年一度的中央經濟工作會議通常在12月中旬召開。②短期重視業績估值匹配，如銀行家電，中期龍頭效應不變，佈局新時代新產業。未來業績的差異會使得個股出現分化，整體龍頭效應不變，這源于行業集中度提升和機構投資者占比提高，從最近財報數據看，各行業前三大公司ROE已經明顯高於行業整體水準。中期佈局角度，社會主要矛盾決定主導產業方向，十九大報告提出“中國特色社會主義進入新時代”，滿足人民美好生活需要的行業必然成為新時代的主導產業，如先進製造（自動化、資訊化）、新興消費（品牌化、服務化）。

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。

金融工程

因數投資與Smart Beta研究（一）——風險加權指數（Risk-based Indexation）

本文從市值加權指數（capitalization-weighted indexation）的優缺點出發，逐步引入另類加權（alternative-weighted）指數的概念，並著重介紹一系列以獲得更高的分散化程度為目標的風險加權指數（risk-based indexation）。

所謂另類加權，是指不以證券的市值為基礎來確定權重。一般可分為兩類：基本面加權和風險加權。基本面加權是以企業的經營或財務指標（如，股息率、盈利）的函數來定義權重，為的是獲得比市值加權指數更高的收益和更低的風險。而風險指數則定位於分散組合的風險，兩個最典型也最簡單的例子就是最小方差（MV）組合與等權重（EW）組合。基本面指數和風險加權指數的不同之處在於，前者著眼於alpha，而後者則為了分散風險。

等權重（EW）組合的內在思想是為了定義一個獨立於股票的性質和某些統計特徵的組合。如果認為股票未來的收益與風險都是不可預測的，那麼對組合所有成分賦予相等的權重就成為了自然的選擇。本質上，它是一個追求“落袋為安”的反轉策略。

最小方差（MV）組合是唯一一個既落在有效前沿之上，又不依賴於預期收益假設的組合。從事前的角度來看，它的波動率很低。而且，有學術研究表明，它在一個完整的經濟週期內有著良好的樣本外業績。

最分散組合（MDP，most-diversified portfolio）也被稱作最大夏普率組合（MSR，maximum Sharpe ratio）。它有著很多優良的性質。例如，更高的分散化程度、對輸入參數的敏感性較低以及不依賴於任何預期收益的假設。風險均衡（ERC）組合即組合內每一個股票的風險貢獻都相等。如果認為風險和相關性能夠被合理地估計，而預測收益是不可能的，那麼對組合的每一個成分分配相同的風險貢獻看起來也是自然的選擇。

風險加權指數有著比市值加權指數更好的收益與更低的回撤。MV和ERC組合最終的累計淨值十分接近，在四種風險加權策略中表現最好。EW組合的業績排在第三位元，而MDP組合表現最差。但與市值加權指數相比，這四個風險加權指數在收益上都有一定的優勢。此外，除了EW組合的波動率和市值加權指數類似外，其餘三個組合的波動率也更低。

風險加權指數可能存在換手率過高或股票過於集中等問題。MV組合權重的集中程度非常高，大部分時候的持股數量都在10個以下，且個股最大權重往往能達到25%-50%。

加入權重的上限約束後，風險加權指數的可實現性變得更強。MV組合的持股數量明顯上升，跟蹤誤差和換手率下降，業績也得到了一定幅度的增強。

風險提示。系統性風險、模型誤設風險、歷史回測並不能保證未來業績。

行業點評

有色金屬：有色板塊的樂觀派

新能源汽車補貼退坡和取暖季執行力度弱的預期成為壓制板塊的兩大因素。

回顧2016年，板塊回檔也有發生，類似2016年新能源產業鏈騙補核查以及2016年底市場對於黑色系商品供給側改革的猶豫。我們認為這些因素都難擋產業發展的大趨勢；而對於整體商品價格，我們認為是一個以年度為計的上漲週期，樂觀態度主要基於美國加息期是全球經濟溫和復蘇的時期。

此外，經過資產負債表修復，企業盈利陸續釋放，到2018-19年，不少細分板塊估值紛紛下降至20倍估值甚至以下，主要集中在新能源汽車產業鏈（鋰鈷），電解鋁龍頭（神火股份，南山鋁業），銅鋅板塊（江西銅業，中金嶺南，關注馳宏鋅銻），蒙東礦業股（興業礦業，銀泰資源，盛達礦業，盛屯礦業），銅鋁加工股（楚江新材，明泰鋁業，中孚實業）。價格長牛+估值便宜是板塊投資的最大吸引力。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期。

合規提示：根據公司2017年三季報披露，海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【000603 盛達礦業】超過總股本1%，持有【600711 盛屯礦業】超過總股本1%。

機械工業：在回檔中尋找預期差，四個理由看多機械板塊

本周市場出現一定回檔，機械板塊整體下跌較多，我們給予18年堅定看多機械板塊的觀點：從需求端看，補庫存週期遠未結束+下游結構性擴產+環保嚴苛要求優化行業格局，機械行業進入有利於龍頭企業繼續擴大市場份額的“新穩態”；從成本端看，今年對中游機械製造業形成巨大壓力的鋼材等原材料成本飛漲和匯率快速升值兩大問題在18年大概率將極大程度緩解，機械企業毛利率有望觸底回升、匯兌損失大幅收窄，四季度業績中也將開始體現；從政策方向上看，政府宣導扶持先進製造的政策方向已經越來越明確，處於先進製造前沿的高端裝備製造業有望全面受益；從板塊估值上看，受益於過去1年時間週期性景氣復蘇，大部分機械公司2018年的動態PE估值回歸到了20-30x的合理水準，板塊從看PB的階段回歸到了看PE的階段，具有持續成長性的優質標的具備更好的安全邊際。

從方向上，我們給出機械行業先進製造的三大方向：進口替代，人工替代和軌交產業鏈，我們認為機械行業未來2-3年成長為大市值公司的機會大概率將從這三大方向中尋找。從這一角度出發，我們戰略性看好兩個新龍頭“機械雙LI”-恒立液壓（液壓件進口替代龍頭）+浙江鼎力（人工替代設備龍頭），此外我們重點推薦進口替代方向上的優質標的三一重工（挖掘機進口替代加速）、新宏泰（摩擦材料進口替代龍頭），人工替代方向的快克股份（3C行業自動化新貴）、黃河旋風（智慧製造旗艦），以及軌交產業鏈的康尼機電、華鐵股份等。

本周包頭地鐵項目被發改委叫停的新聞發酵，導致軌交板塊的較大調整，我們認為市場情緒短期反映過度，我們對叫停的解讀是針對財政負擔較重、不符合地鐵修建標準的部分三四線城市實行整頓，目的是防範地方政府金融風險，而目前地鐵建設的主力軍仍是一二線中心城市和部分財政能力較強的三線城市，整頓對於城市軌道交通未來幾年景氣度的影響非常有限。在調整中看好軌交產業鏈18年的全面復蘇前景。

風險提示。宏觀經濟下行，市場波動風險。

合規提示。根據公司2017年三季報披露，海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有黃河旋風超過總股本1%。

家用電器：補庫存帶動內銷增速向好，外銷持平去年

10月空調國慶補貨及雙十一備貨帶動補庫存需求，內銷出貨652萬台（同比+28.9%），外銷出貨219萬台（同比+2.9%）。龍頭內銷出貨維持穩增長，1-10月內銷累計CR3同比提升1.3pct至68.9%。美的內銷低基數下恢復性增長仍強勁，當月內銷同比+85.3%，1-10月累計市占率提升4.9pct至22.2%。我們預計空調行業全年內銷出貨增長40%以上基本無懸念，終端需求高景氣後行業進入新一輪補庫存增長，版塊整體安全邊際仍高。預計空調行業高景氣度支撐版塊整體業績向好預期不變，重點推薦白電龍頭。個股方面：美的集團長期邏輯強勁，各項業務份額、均價、利潤率改善空間明顯，業績實現高速增長確定性強，對應18年估值14倍，安全邊際高，向上彈性大。格力電器行業空間大，競爭格局優，估值有空間。對應18年估值不到11倍，且對標行業及國際處於估值折價，極具價值屬性，重點推薦。

風險提示：終端需求不及預期。

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。