

2017年12月18日

銷售部 - 投資策略

策略

春末等待夏初

短期市場仍處於進二退一的休整期。①市場的中期主線是盈利增長，短期波折源於資金面擾動。自10月底以來企業盈利處於空窗期，2018年3-4月各類資料公佈才能確認盈利向上趨勢，這個階段市場較易受到資金面干擾。我們一直把這次回檔定性為進二退一的回撤，類似於16年4-6月、16年12月-17年1月、17年4-5月，均是市場累積一定漲幅後，政策面微妙變化引致階段性回撤。而參考前三次，市場結束休整再次上漲均是下跌消化利空後，政策面環境變好。②短期休整步入後期。一方面，資金面擾動沒消除。12月14日美聯儲宣佈加息25個基點，隨後央行上調7天、28天逆回購和2880億MLF利率5個BP，2018年初通脹預測資料偏高，那麼資金面將維持偏緊的格局。另一方面，對比最近三次市場回檔，這次時間空間不夠。

中期有望從春末走向夏初。①展望2018年，市場將從春末走向夏初。展望2018年，市場有望從震盪市步入牛市初期，即從春末走向夏初，核心邏輯是企業盈利改善、機構資金入場。我們預計2017/2018年全部A股淨利同比為17.5%/13.5%，對應ROE分別為10.3%/11%，企業盈利處於2016年中以來回升的中期趨勢中。另外，從國際對比看，我國資產化率低，經濟體由大變強，資本市場有望迎來新一輪牛市。②新牛市的三大特徵：盈利更持久、波動更平緩、企業龍頭化。新時代的新牛市特徵與以往有所不同：一是盈利回升源於結構，更持久。相比需求擴張，結構優化驅動的盈利改善時間更持久。二是機構資金占比提高，市場波動更平緩。上證綜指2638以來市場演變成存量資金博弈行情，雖然資金流入流出整體平衡，但機構資金占比提高，市場波動將平緩。三是中國自主品牌崛起，龍頭化。16年以來A股龍頭崛起的宏觀背景即是我國產業結構轉型，行業集中度提升。此外，機構資金和外資占比提高會助推龍頭溢價，機構資金配置偏績優的龍頭股。

應對策略：春末等待夏初。①短期仍需等待，中期保持樂觀。從中期格局看，市場目前仍處於2016年1月27日上證綜指2638點以來的強震盪市，即春末，展望2018年，市場望步入牛市初期，即夏初。這種切換可能在2018年3-4月前後，那時巨集微觀資料公佈，望確認經濟平盈利上的趨勢，兩會後工作重心有望轉向經濟轉型和發展，金融服務實體需要發揮資本市場資源配置的作用，市場風險偏好有望上升。②歷史資料顯示A股一般2-3年出現一次大小風格輪換，盈利趨勢分化決定風格切換。2016年1月底至今大票占優期間，部分投資者開始擔憂龍頭股是否已經泡沫化，我們認為關鍵要看盈利估值匹配度。價值龍頭中金融性價比更優、消費白馬有配置意義，成長龍頭如先進製造（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

調整臨近尾聲，耐心等待買點

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為0.53%，相對前一周（1.63%）繼續下降，低於3%的閾值，市場處於震盪市，且指數處於20日均線之下。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-0.31）繼續下降，一周均值為-0.96，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水準0.96倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率持續上升，週五為0.88，高於前一周（0.78），體現出投資者對上證50ETF短期走勢的謹慎程度再次回升。漲停板封板率全周均值為62%，賺錢效應相對前一周（53%）有所上升。

日曆效應上，2005—2016這12年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在12月的上漲概率分別為58%、58%、67%和29%，漲幅中位數分別為2.64%、3.22%、2.32%和-4.56%。

事件驅動上，1. 12月14日凌晨，美聯儲公佈最新利率決議，宣佈加息25個基點，將聯邦基金目標利率提高到1.25%-1.5%，同時維持未來的加息路徑不變。各指數在本輪加息週期中的前四次加息（2015/12/17、2016/12/15、2017/3/16、2017/6/15）後五個交易日和十個交易日內中證500指數表現最好，上漲概率均為75%，平均漲幅分別為1.70%和1.24%。2. 證監會12月15日核發3家IPO批文，低於前一周的5家，籌資總金額不超過37億元，高於前一周的24億元。3. 一年一度的中央經濟工作會議將於本周召開，密切關注會議透露的資訊。

成交量上，兩市成交金額連續五周下滑，上週三僅成交3359億元，再次創下7月初以來新低。我們曾在前期的週報中指出階段性縮量（至3000億左右）後市場反彈概率較大。自2016年1月以來，2016年3月11日、2016年9月30日、2017年1月19日、2017年6月6日出現四次階段性縮量，Wind全A指數在四次信號出現後10個交易日累計漲幅分別為10.40%、3.01%、3.97%和3.05%。若成交額繼續萎縮，應視作積極信號。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

基於因數剝離的FOF擇基邏輯系列九——因數剝離體系下的債券基金久期估測構想

在《抽絲剝繭與Alpha提純——FOF的因數剝離邏輯》系列的第四篇與第五篇報告中，我們曾將因數剝離體系在國內的債券基金上進行實證，獨創性地構建了債基七因數體系，為投資者展示了如何通過因數視角透視債基的風險暴露與收益來源。

本篇報告延續該框架，嘗試使用這套因數剝離的分析方法攻克債基分析的難題之一——久期估測。文中方法是我們的一種構想，謹供投資者參考。

債基久期估測的困境。基金研究一般分為持倉分析與淨值分析，對於債券基金而言，兩種方式均面臨一定的障礙。從持倉分析來看，不僅其本身面臨著披露頻率低、披露存在滯後性等問題，而且債基的季報與年報中並不如同權益基金一樣披露全部的持倉明細。從淨值分析來看，因為債券的流動性、估值方式以及交易結構等原因，所披露淨值的波動並不一定與市場變數的波動緊密掛鉤。

債基久期估測的主流方式。當前國內的債基研究主要基於持倉分析，根據債基所披露的有限的持倉資訊做久期測算的常見方法是，使用每季度所披露的前幾大重倉券資訊構造虛擬組合，計算該虛擬組合中的加權久期，以作為整個債基組合久期的參考估計。

因數剝離框架下的債基久期估測構想。本文試圖從淨值分析這一全新的角度切入，使用因數剝離的思路，測算債基的久期。初步的構想是：找到一系列披露久期的債券指數，測算債券指數在七因數體系下的因數暴露，建立Level因數暴露與實際久期之間的聯繫。同時測算目標債券基金在相同體系下的Level因數暴露，進而推算該基金的絕對久期。

債基久期估測的靜態實證。在我們所測試的樣本中，有一部分基金的淨值估測久期與持倉估測久期之間非常接近，體現了良好的估測效果。然而，也有一部分基金的兩種估測久期結果之間發生了較大的偏離。所屬基金公司的不同所引起的估值方式、重倉券種以及交易風格的不同可能是影響淨值分析有效性的原因之一。

債基久期估測的動態實證。我們挑選了靜態實證中效果較好的樣本進行了進一步的動態實證，試圖填充在沒有持倉披露的期間內久期估測的空白。在部分基金中，動態滾動久期估測得到了良好的結果，滾動估計的久期曲線與持倉估計久期的曲線之間展現了較為一致的趨勢，可以對債基的跟蹤投研提供有力的參考價值。然而遺憾的是，在一些基金中效果尚不佳，這也是我們進一步研究中希望能夠改進的方向。

風險提示：市場系統性風險、政策變動風險、模型誤設風險。

行業點評

商業貿易：零售股的春天來了嗎？

過去一周商貿指數漲2.63%，跑贏上證綜指3.36 pct，關注度顯著提升，我們認為：

【短期的估值修復】①滯漲基礎：年初至今板塊跌13.5%，居倒數第5；②低估值基礎：鄂武商A/王府井/天虹股份等百貨18年PE低於20倍，華聯綜超/中百集團/歐亞集團/銀座股份等18年PS僅0.3-0.5倍；③2個邊際變化：3Q16以來消費復蘇，以及資產價值復蘇與再認識；④催化：9月、11月阿裡參股新華都和高鑫零售；12月騰訊擬受讓永輝5%並參股雲創15%，中央商場擬與銀泰合資新零售等。

【後續行情展望】普漲後會分化，復蘇及新零售趨勢強化，基本面與估值匹配度高的優質公司值得長期參與，單一低估值修復或以交易性行情為主；18日永輝復牌表現將影響短期行情演繹方向和速度。

【產業的春天臨近】但不是所有人的春天。競爭核心要素從對資產資源的佔有，演化為對資本/技術/人才的爭奪，流量/資料/供應鏈/場景以及作為驅動力的平臺與機制等，成為核心競爭力的體現。產業變革加速，把握新龍頭與求新求變。

【重點推薦】①首選龍頭：永輝超市、蘇甯雲商；②新零售融合+基本面復蘇+通脹，把握超市機會：家家悅、步步高；③線下價值重估與中高端消費復蘇：王府井、萊紳通靈、天虹股份；④國改：百聯股份、中百集團、合肥百貨等。

風險提示：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革慢於預期；轉型進程的不確定性。

醫藥與健康護理：浪潮之巔——創新藥、一致性評價&基層放量、非藥龍頭拉動18年行業增長

2018年將是醫藥投資大年。我們預計2018年醫藥行業將是醫藥投資大年，重點配置的創新、基層放量（一致性評價）、非藥龍頭三大主線。

創新藥——皇冠上的明珠。醫藥投資最重要、彈性最大的主線將於2018年正式啟動，展望未來十年，我們提出4個判斷：1) 創新數量爆發：預計將有15-20個自主新藥將在2018-2020年期間以最低每年4-5個的速度持續

密集獲批。2) 創新品質提升：2020年左右，將有1-3個自主創新藥在美國獲批上市，國內創新藥產業進入新階段。3) 創新是長期趨勢：2013年以來不斷增長新藥臨床申請將保障創新藥產業的長期趨勢。4) 國內製藥產業核心將從仿製向創新逐漸過渡。過去市場將製藥公司統一歸類為大消費股，甚至“喝酒吃藥”的熊市品種。創新藥是科技股，仿製藥是高端製造業，部分中藥屬於泛消費。而從2016-17年以來市場實際上就來源於各子板塊的價值回歸。我們認為，當自主創新藥進入相對成熟期時，給予25-30倍PE、也即10倍左右PS是適合國內市場的估值水準，並對貼現估值法進行了更務實的模型簡化修正，首次提出Value = P×10×Speak的估值方式。建議關注：恒瑞醫藥、貝達藥業、復星醫藥、泰格醫藥、麗珠集團等。

基層放量及一致性評價。仿製藥一致性評價工作對產業而言是一次系統的供給側改革、品質升級過程，我們對未來2-3年（甚至更長）的產業判斷是：仿製藥企業成本提升、降價常態下，行業存量業務面臨盈利壓力。我們建議忽略對一致性評價進度、數量的關注，自下而上優選符合進口替代邏輯的品種。從中長期看，一致性評價給仿製藥產業帶來的唯一機會就是進口替代。我們看好有進口替代空間的仿製藥、集中度提升的普藥機會，以及仿評服務方CRO的確定性增量訂單帶來的業績提升機會。建議關注泰格醫藥、信立泰、京新藥業。非藥龍頭。非藥領域如醫療服務、醫療器械、醫藥流通、醫藥商業、醫藥零售、傳統中藥的細分行業龍頭值得重點配置。

上市公司分析。我們給予醫藥行業“增持”投資評級，建議關注恒瑞醫藥、泰格醫藥、貝達藥業、麗珠集團、復星醫藥、信立泰、京新藥業、通化東寶、長春高新、愛爾眼科、樂普醫療、上海醫藥、老百姓、雲南白藥、片仔癀等。

風險提示：藥品新品獲批進度不達預期；政策推薦不達預期；估值波動的風險。

有色金屬：週期上漲三段論

上週五大宗暴漲，核心催化在於美國加息落了地，此外，稅改的進展無疑增強了美國基建的信心，這也成為大宗價格暴漲的助推手。我們看好加息靴子落地之後的有色板塊行情。

細化到二級市場，週期類股票在上漲期有明顯的三個階段。

- 1、第一波是預期，屬於上漲最初期，價格稍微一漲，股價就聯動。目前的鎳處於該階段。
- 2、第二波是利潤釋放初期。價格持續上漲改善企業盈利。但第一波和第二波之間，很殘酷在於盈利釋放往往不達預期，因此兩波之前會有明顯下跌，顯示典型的股價和金屬價格的剪刀差；如16年6到10月的鈷，今年的銅。當前銅，鋅，鋁處於第二波的尾端（利潤逐漸釋放）。
- 3、第三波是利潤全釋放，這是難得的狂歡蛋糕，金屬價格上漲完全傳導至上市企業盈利，估值快速下降。這段也是最符合傳統投資理念的歡樂時間，就像今年的鋰。我們認為2018年的鈷有望延續新能源汽車產業鏈行情，利潤釋放，估值下降。

板塊整體排序：新能源汽車產業鏈（鈷鋰）、基本金屬（銅鋅鋁）、鎳。

風險提示：下游需求、供給側改革進展不及預期。

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。過去的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。