

債券

供需兩旺，業績為王—2018年可轉債投資策略

轉債策略：供給加快，轉債擴容。需求端熱度上升。業績為王，精選個券。18年轉債的投資策略是在基於業績的基礎上，精選新時代、新經濟中有長期投資價值的板塊，如先進製造和新興消費等。此外，隨著上市轉債增多，轉債上市估值大幅降低，二級低吸機會仍存，建議關注上市絕對價格和溢價率均低轉債的配路價值。

市場回顧：震盪分化，一波三折

17年轉債走勢“一波三折”。1-5月股市整體橫盤，債市略顯低迷，轉債指數窄幅震盪。隨後股市從6月開始震盪走高，轉債指數也觸底反彈，一度連續10周上漲。但隨著信用申購落地，轉債擴容加快，加上股市震盪分化，轉債四季度開始穩中趨降。存量轉債跌多漲少，其中金融、週期板塊漲幅較大。

估值逐漸壓縮。信用申購開啟之後，轉債發行節奏加快，目前轉債估值處於新一輪的壓縮過程中。根據統計，16年2月至17年12月的平均轉股溢價率37.87%，相比12-14年平均的29.3%仍然較高。但17年12月單月的轉股溢價率29.32%，不僅低於歷史均值32.54%，與12-14年的均值也基本接近，未來壓縮空間比較有限。

轉債策略：供需兩旺，業績為王

供給加快，轉債擴容。去年2月再融資新規約束定增發行，同時鼓勵可轉債融資，此後轉債預案不斷增加，而信用申購開啟後轉債發行也逐漸加速。按照每週發行1、2、3只的節奏，18年年中轉債市場將達到1630億、1920億和2300億，18年年末將達到1880億、4300億和5300億，其中幾隻大型銀行轉債對市場擴容明顯。

需求端熱度上升。而從上交所轉債占比來看，16年以來基金持有轉債的比例在逐漸下降，而一般法人和保險年金的持有量占比有所上升。而截止17年三季度，基金持倉轉債占基金持倉債券總市值的比重僅為0.62%，有較大的增長空間。回顧歷史，13-14年基金轉債持倉最高達到700億，占債券持倉比重最高達到7%。

轉債策略：業績為王，精選個券。十九大報告提出加快建設創新型國家，從高速發展到高品質發展，核心就在於轉型和創新。18年轉債的投資策略是在基於業績的基礎上，精選新時代、新經濟中有長期投資價值的板塊，如先進製造和新興消費等。

關注以下機會：1) 新能源汽車，標的贛鋒鋳業（已發行），澳洋順昌（順昌轉債）2) 光伏，標的林洋能源（林洋轉債），隆基股份（隆基轉債）。3) 消費電子，標的水晶光電（水晶轉債）、藍思科技（已發行）、大族鐳射（已收到批文）。此外，保險、優質銀行板塊仍可關注，如國資EB。

此外，隨著上市轉債增多，轉債上市估值大幅降低，二級低吸機會仍存，建議關注上市絕對價格和溢價率均低轉債的配路價值。

條款博弈：回售下修，推薦關注。

回售與下修相輔相成。對於發行人而言，下修可以避免回售壓力；對於投資人而言，回售條款的存在可以“迫使”發行人採用下修或推動股價上漲等方式避免回售。因此下修和回售條款相輔相成。

關注跌破回售價個券的配路價值。18-19年不少個券將進入回售期。江南轉債、清控EB和天集EB將於18年上半年進入回售期，電氣轉債、國盛EB等將於19年進入回售期。而目前來看，天集EB、國盛EB價格相對於回售價有較大的吸引力。

一級市場：打新雞肋，關注配售

搶權配售實際是博弈股票。新規後發行的新券中，雨虹、林洋、隆基、小康轉債搶權配售總收益高於歷史均值，但其他轉債的搶權配售收益整體一般。總體而言，搶權配售收益風險較大，我們建議投資者謹慎挑選正股資質不錯的提前佈局。

風險提示：改革或業績不及預期、系統性風險、價格和溢價率調整風險。

金融工程

行業歷史基本面和價格資料的應用分析

本篇報告主要分析行業的歷史基本面資料以及價格資料，在行業輪動方面是否具有指導意義。在之前報告中我們對行業預期資料進行了全面分析，推薦了3個具有顯著配置價值的預期基本面因數。除了預期基本面資料，我們可以使用的歷史資訊有基本面資訊和量價資料，能夠對預期基本面資料起到資訊補充作用。

從全行業的分析來看，歷史基本面因數中，我們最推薦大家關注三個衍生因數，分別為ROE（TTM）、ROE（單季）、ROE增速因數。三個因數與行業收益的相關性、因數的多空區分能力都有突出表現。行業層面利潤增速因數的行業配置能力很弱，反而ROE的變動更具有參考價值。

技術因數的行業配置能力普遍弱於基本面因數，無論是歷史基本面還是預期基本面因數，表現都會更好。但是從綜合因數角度，加入技術因數中的動量因數，對於複合因數而言能夠補充額外資訊，對策略有提升效果。從板塊角度來看，週期板塊的行業配置策略相對較為簡單，歷史基本面因數可以起到優秀的配置作用，增強效果穩定且突出。非週期板塊中，各類因數的表現穩定性下降，配置難度提升。

最終我們推薦使用三個預期因數（PE/G、預期利潤同比增速、預期ROE）、一個歷史基本面因數（衍生ROE（TTM））、一個月度動量因數構建複合因數，進行行業配置。等權重加權和IC加權計算的複合因數對結果影響不大。以IC加權為例，策略可以獲得相對等權基準年化12.45%的超額收益，相對WIND全A年化10.48%超額收益，年化多空收益在18%以上。

風險提示：流動性風險、模型失效風險、因數失效風險。

選股因數系列研究（三十一）——因數擇時指標的篩選

自2017年以來，多因數模型中常用的選股因數皆出現了不同程度的波動。因此，因數收益的預測就變得至關重要。系列前期專題報告《選股因數系列研究(二十)——基於條件期望的因數擇時模型》就對於常見選股因數收益的預測進行了初步討論。模型樣本外跟蹤至2017年11月底依舊具有較好的表現。

結合模型實際跟蹤經驗與投資者交流回饋，本報告旨在對於因數擇時模型進行改進與簡化，希望得到一個易於理解、易於操作同時具有較強擴展性的因數擇時模型。由於需要討論的內容較多，故而相關內容會在本文與《選股因數系列研究(三十一)——因數擇時指標的選擇》兩篇報告中進行詳細討論。

條件期望因數擇時模型2017年表現較好。截止至2017年11月30日，因數擇時組合在2017年以來的收益約為11%，不擇時組合同期收益約為-20%，因數擇時組合相對於不擇時組合的超額收益約為31%。

條件期望擇時模型存在提升空間。雖然基於條件期望的因數擇時模型能夠在風格多變的市場環境中提升因數收益預測的靈活性，但是該模型在實際使用的過程中依舊存在眾多有待提升的地方：1) 擇時指標備選範圍過窄；2) 使用相同的擇時指標預測不同因數的未來收益；3) 擇時指標的篩選流程較為複雜；4) 無法和衰減加權的收益預測方法有效結合；5) 難以擴展為風格擇時模型。

回歸法下的因數擇時模型更易於理解與應用。因數擇時旨在解決因數收益的預測，所以可構建因數收益的預測模型。在回歸法的框架下，模型更加易於理解與應用。

可從宏觀經濟、金融市場與因數表現三個層次構建擇時變數備選庫。在宏觀經濟層面，我們會構建指標從通脹、工業、消費、外貿、金融、財政等方面刻畫宏觀經濟狀態。在金融市場層面，我們會分別從債券市場與股票市場構建指標。在債券市場中，我們重點關注利率水準、期限利差、信用利差等方面。在股票市場中，我們重點關注市場漲跌、波動、換手、流動性、估值等方面。在因數收益層面，我們重點關注各常見因數的歷史收益表現。

風險提示。市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對策略表現產生較大影響。

行業點評

電子元器件：提示關注MLCC2018 投資機會。

我們預計被動元件2018年仍是好年。(a) 韓系近日將部分常規品價格調漲一倍以上，2018全年MLCC產能釋放有限。(b) 有趣的是電阻也有跟漲預期。(c) 華強北價格本周已經企穩，預計2018年在市場景氣度持續的背景下，華強北價格下探可能性不大。綜上，我們認為2018是MLCC好年的概率是很大的。建議關注風華高科。

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。