

2018年1月18日

銷售部 - 投資策略

金融工程

因數投資與Smart Beta 研究（三）——市場環境與因數組合表現

因數組合長期表現。各因數組合長期收益都顯著大於零。其中，市值組合、低換手組合具有最高的月均收益；從風險調整後收益的角度看，低波動組合、增長組合能夠提供超過2的資訊比率。

市場週期。對中證全指進行波段劃分，劃定對應的上漲與下跌週期。在上漲週期中，市值組合具有最高的月均收益，市值組合、低換手組合、增長組合具有較高的資訊比率；而在下跌週期中，低換手組合、低波動組合、增長組合的風險調整後收益最高。

經濟狀態。以官方製造業PMI指數為參考，劃分擴張與收縮兩種經濟狀態。在經濟擴張狀態下，增長組合是最好的選擇；而在經濟收縮狀態下，市值組合、反轉組合、低波動組合的資訊比率最高。

利率變化。以10年期國開債到期收益率的走勢劃分利率變化趨勢。在利率上行階段，增長組合的資訊比率超過3；在利率下行階段，投資者可以關注市值組合、低波動組合。

市場波動。以中證全指月度的已實現波動率將市場劃分為高、低波動兩種狀態。高波動的市場環境下，低換手、低波動組合兼具高收益與高資訊比率；而在低波動的市場環境下，增長組合可以成為投資者的首選。

風險提示：因數歷史表現在未來失效。

行業研究

商業貿易：產業整合加速，新商場的價值與機會

新零售變革加速期，電商龍頭加速搶灘線下。①消費復蘇&資本入局，帶來轉型機遇：2H16以來的行業消費復蘇給市場形成從量變到質變的認知，優質龍頭公司的復蘇將持續且強化，具有估值提升的內在邏輯。2018年，龍頭的進取心和整合力將更強，促進資產重估、經營優化、效率提升；②商業回歸本質，成本效率平衡。隨線上流量成本上升，線下業態優化後流量企穩和體驗需求上升，線下管道投放的性價比或更高，以及二者結合的模式有更優的成本效率，這也印證了電商近年愈加往線下走的商業邏輯；③新商場的價值空間。阿裡私有化銀泰，以及銀泰與中央商場開展新零售合作具備行業示範意義，或意味著百貨加速整合期已至。2018年百貨股的機會首先在於估值便宜的基礎、復蘇的支撐和超市影子股邏輯，更進一步的，還來自於短期內機制變革的彈性和中期內產業鏈效率改善的彈性。

商業物業總量分析：供給近年回落，供需趨向均衡。①供給端：2014年以來新開工面積下降，而竣工面積仍有小幅增長，在一定程度上體現商業物業市場逐漸飽和。需求端：百家零售額與竣工面積增速2010年以來整體趨同，體現消費需求與物業供給的匹配度；②商業物業售價穩步上漲：從2000年的3200元/平米上升到2017

年10月的10450元/平米，CAGR約7.2%；③空置率在合理水準：中國內地14個城市平均商業物業空置率近年約7%-8%，整體低於新加坡和中國香港，略高於中國臺灣地區。

商業物業結構分析：一線城市核心商圈物業競爭力強，部分二線城市有供給壓力。①一線城市：新增供給主要位於非核心商圈或郊區，核心商圈的物業空置率和租金水平較穩定，北京和深圳的優質零售物業基本無供給過剩的風險，上海租金水準最高，但因近年多個商業專案改造致空置率較高。以恒隆地產上海物業為例：恒隆廣場所在南京西路商圈是上海租金最高商圈，該商場租金由2007年的12.4港幣/平米/天上漲至2015年的45.2港幣/平米/天，CAGR約17.6%；2016年因裝修調整導致部分區域沒有出租招商，租金水準有所回落；港匯恒隆廣場的租金由2007年的10港幣/平米/天上漲至2016年的27.7港幣/平米/天，CAGR約12%；②二線城市：天津、重慶、成都等地有供給壓力，空置率較高；杭州、武漢仍有能力消化更多物業，瀋陽前期庫存較多，仍處於消化過程中。

投資建議：關注擁有優質物業，RNAV折價較多個股。①投資回避商業物業供給有過剩風險的城市，優選租金水準和空置率相對均衡的區域；②佔據核心城市的核心商圈、擁有高端優質物業，且經營能力和公司治理優秀的百貨公司，價值兌現彈性和空間大；③綜合RNAV、PE、PS，以及現金/市值比值，選擇安全邊際較高的個股。結合新商場轉型創新力度與成效、消費復蘇彈性與資產價值可能的邊際變化，重點推薦：王府井、天虹股份、合肥百貨、百聯股份，其中天虹股份和合肥百貨的超市收入占比約30%，百聯股份因並表聯華超市，超市收入占比約60%，三者均為“超市影子股”。

風險提示：消費疲軟壓制業績和估值；國企改革慢於預期；轉型進程的不確定性。

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。