

2018年2月5日

銷售部 - 投資策略

宏觀

當寬鬆正式終結！

進入18年以來，全球股市先是聯袂上漲，在上周又出現了集體下跌，這背後的原因何在？

海外股債雙殺，通脹預期上升。上週末美國10年期國債利率達到2.84%，比年初上行了44bp，創下近4年以來的新高。而促發美國資本市場調整的重要原因在於通脹預期的顯著提升。上週五公佈的非農就業數據顯示，居民工資出現大幅增長，私人部門平均時薪同比增速達到2.9%，創下09年5月以來新高。從債市來看，目前美國10年期國債和TIPS（通脹保值債券）之間的利差達到2.14%，創下14年9月以來的新高，通脹預期的上升推高利率，而利率的大幅上升又引發了對流動性以及未來經濟增長減速的擔憂，導致了股市的大幅下跌。

已經充分就業，財政刺激失效。美國1月份的失業率保持在4.1%的歷史低位，失業率持續低位意味著美國目前已經處於充分就業的狀態，而即便今年特朗普的大規模減稅政策落地在即，也不可能給美國帶來更多的經濟增長，因為其國內生產已經飽和，只能靠增加進口來滿足國內需求。特朗普顯然不願意減稅變成進口，因此18年全球貿易糾紛勢必會大幅增加。

政策自相矛盾，利率決定週期。但如果美國既要大幅減稅，又不願意增加進口，其結果必然是工資上漲、通脹上行、利率上升，而這又與其減稅相矛盾，因為美國是赤字政府，其減稅依賴於政府舉債，利率上升會令美國財政很快不堪重負。在過去幾年，隨著經濟的正常化，全球各主要經濟體開始退出寬鬆貨幣政策，但為了維持經濟增長，又不約而同地轉向了財政政策。但財政政策需要利率低位配合。從美國經驗看，自從央行誕生以後，利率就成為經濟週期之母，每一次經濟復蘇的開啟源於利率下降，但利率的持續上升最終會引發下一次經濟衰退。

寬鬆正式終結，金融週期尾聲。在08年金融危機之後，全球主要國家開啟了長達10年的寬鬆貨幣時代。但17年末中國10年期國債利率突破3.6%，18年初美國10年期國債利率突破2.5%，中美兩大國的長期利率雙雙突破了08年金融危機之後的均值，這其實意味著今年開始全球寬鬆貨幣已正式終結。因此，雖然17年全球經濟首次同步復蘇，18年以來的增長預期依舊穩健，但從金融週期來看，卻面臨巨大挑戰。貨幣政策對經濟的影響主要通過銀行信貸來實現，而觀察各國銀行信貸增速，美國已從16年信貸增速高點8%降至3.5%。歐洲信貸增速也由16年末高點4.4%降至2.9%。而中國的政府與社融總增速在16年最高是17%，目前降至13.6%。日本的信貸增速也從17年初的4%降至3%。而在利率上升以後，信貸增速的下滑將是全球經濟未來的最大挑戰。

策略點評

躁動後的蟄伏期

內外因交織，A股進入休整期。我們在17年12月24日《備戰春季躁動》中提出春季躁動行情，12月28日開始市場上漲。2017年12月24日到2018年1月下旬，上證綜指最大漲幅9.9%，1月下旬（1月29日）以來市場回調，上證綜指最大跌幅5.5%。過去一周市場快速回調源於部分年報預告地雷、部分資管信託計劃到期不續，17年

年報預告顯示中小板、創業板淨利同比為29%、-2.4%，近期預告淨利潤上調和下修情況顯示業績好壞與股價漲跌呈正相關。《理性看待11連陽-20180114》等報告我們就提出，雖然躁動行情漲得快，但短期行情的特徵仍然躁動，源於情緒面波動，而非基本面或政策面驅動，從躁動行情歷史看，躁動後市場都會回調休整。我們判斷，短期躁動行情已經結束，國內外幾個負面因素市場需要時間消化。國內春節前資金利率通常上升，未來CPI數據也需警惕。2月2日美股大跌，道指跌2.5%，源於就業數據好於預期，加息預期升溫，美股大跌對A股的影響仍需觀察，16年8月宣佈陸港通全面開通後，A股與港股、美股的聯動性已經明顯上升。

調整期蟄伏等待，中期仍保持樂觀。年初躁動行情結束，短期市場步入休整期。中期而言，我們維持《新時代，新牛市——2018年A股投資策略-20171209》觀點“上證綜指2638點時我們提出熊市結束進入類似春天的震盪市。展望18年，市場有望從春末走向夏初，即慢牛初期。中期向上趨勢源於新時代經濟平盈利上，結構優化推動盈利繼續高增長，機構資不斷入場帶來資金。維持前期判斷，年初躁動起落後，較大機會仍需等到3-4月基本面和政策面更明朗後，那時數據公佈望確認經濟平盈利上的趨勢，兩會後金融監管各項政策落地，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。此外，美股對A股影響需要繼續跟蹤，整體上，美國標普500指數、道瓊斯指數目前PE(TTM)分別為23.8倍、24.2倍，處於07年以來歷史高位，美股回調也有消化估值因素，而上證綜指、滬深300目前PE(TTM)分別為16.6倍、15.5倍，均處於歷史中低水平，A股整體估值壓力不大。

繼續堅守價值股，尤其是金融。1月22-26日那周創業板指領漲，風格切換成為熱門話題，當時我們就提出堅守價值風格。多篇報告我們分析過，市場風格核心源於盈利趨勢，及盈利與估值的匹配。目前披露2017年年報業績預告公司共2600家，中小板、創業板基本披露完畢，主板披露率為53.6%。年報預告顯示中小板、中小板指淨利累計同比為29%、24%，三季報為25%、22%。年報預告顯示創業板、創業板指淨利累計同比為-2.4%、2.8%，三季報為7%、-10%。觀察各指數目前PE(TTM)、預測2017/2018年淨利同比，偏價值風格的指數估值與盈利仍處合理區間，偏成長風格的指數估值與盈利對比仍偏貴，代表成長龍頭的中證500更優。著眼半年，我們仍然維持價值風格佔優的判斷，一方面源於盈利和估值匹配度，另一方面源於機構行為，18年6月A股要納入MSCI，配置性的資金需求偏價值股，其中金融尤其是銀行，盈利趨勢向上、估值低、基金配置低，性價比仍較好。

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

學術研究中的財務異象與本土實證（三）——應計量的分項

盈利質量異象。學術研究中使用應計量刻畫企業的盈利質量。在美股市場，投資者高估企業盈利中應計量部分的持續性，從而高估股票未來收益。在國內市場，盈利質量異象同樣存在，但其對股票收益的區分能力不及美股市場。

應計量分項的海外研究結論。根據定義，應計量由流動資產變化、流動負債變化、折舊組成。海外研究結論顯示，流動資產變化，折舊與股票未來收益負相關，流動負債變化與股票未來收益正相關。三者之中，流動資產變化對股票收益的區分能力最強。

應計量分析的本土實證結論。A股市場的結論與海外市場並不一致。流動資產變化與股票未來收益呈現正相關，但對股票收益的區分幅度不大；流動負債變化與股票未來收益正相關，是引起A股應計量異象的主要因素；折舊與股票未來收益無顯著相關性。

存貨、應收賬款、應付帳款的影響。在流動資產變化中，應收賬款變化與存貨變化是主要影響因素。海外市場中，存貨變化與股票未來收益存在顯著的負相關。但是在國內市場，無論是存貨變化，還是應收賬款變化都與股票未來收益呈現顯著但幅度有限的正相關。

而應付帳款變化與股票未來收益的相關性與流動負債變化接近。這表明，流動負債變化的選股效果大部分可以被應付帳款變化解釋。應付帳款屬□企業的無息負債。在保障資金周轉的前提下，無息負債的增加，對企業經營是有利的。

風險提示：因子有效性變化。

業績地雷上市公司特徵分析

隨著2017年年報業績預告的披露，不少大幅虧損公司浮出水面。這類公司在二級市場上的股價表現給不少投資者帶來了困擾，究竟這種“觸雷”公司投資者是否有可能進行回避，如果無法回避，後期大概的下行空間又有多少？本篇報告給大家做了系統分析，供投資者參考。

大幅虧損公司重複虧損幾率大。若公司曾經虧損超過一億，則該公司有2/3的幾率在未來5年內再次虧損超過一億；虧損超過20億的公司相對較少，但虧損延續性仍較高，有53%的幾率在5年內再次虧損20億以上。

大部分大幅虧損事件發生在4季度。從累計淨利潤來看，年報發生大幅虧損的事件佔比最大，一季報最少；以20億為例，有2/3的虧損樣本發生在年報中。從單季度虧損來看，4季度佔比更高，75%虧損超過20億的樣本都出現在4季度。

鋼鐵行業預告大幅虧損事件頻繁發生。以10億為大幅虧損閾值，鋼鐵行業大幅虧損樣本佔比最大，遠超其他行業；其次為基礎化工、煤炭、有色金屬、機械等。大部分行業都有或多或少公司大幅虧損，但餐飲旅遊、醫藥、食品飲料、銀行和非銀金融行業在過去11年間未曾有公司預告虧損超過10億。

預告大幅虧損公司行情修復可能需要半年時間。公告發佈後1天股票大概率（72.4%）下跌，平均下跌1.95%；跑輸wind全A指數事件佔比76%，平均跑輸1.38%。從絕對收益來看，虧損公司收益會在5個交易日左右回歸為正；但扣除掉市場上漲影響，虧損公司雖然在超跌之後會經歷小幅技術反彈，但相對wind全A指數的跑輸行情可能會持續半年之久，隨後開始修復。

年報大幅虧損對投資者影響更大。從短期來看，年報巨虧公司股價在一周內下跌幅度和比例均大於非年報；但年報標的在1個月內將會有所反彈，有將近一半的股票相對wind全A指數的超額收益大於0。從中長期來看（1-6個月），年報預告出現了巨額虧損的公司將持續跑輸市場，巨虧公司不宜作為中長期持有標的。這主要和投資者更為關注年報數據，容易造成情緒上的過度反應有一定關係。過度反應之後的短期反彈猶如火中取栗，不建議投資者參與。

風險提示：模型失效風險、市場流動性風險。

FICC系列研究之八——CTA因子表現回顧及組合優化探究

本篇報告作為FICC系列報告的第八篇，回顧了CTA因子在2017年的表現，提出了一些改進思路，並對因子加權和組合優化做了初步探究。

動量因子。時間序列動量因子在2017年寬幅震盪的行情中遭到了較大挑戰，長週期動量和短週期動量累計收益率分別為-6.32%和-4.87%。

通過迭加時序動量和收益信號動量構建的複合動量因子在不同參數組下均能取得正收益，最優參數區域的平均年化收益率為7.23%，高於時間序列動量的5.17%。

期限結構因子。期限結構因子包括展期收益率和基差動量，兩個因子在2017年表現良好，累計收益率分別為14.62%和15.45%。

基本面因子。基本面因子包括倉單變化率和庫存變化率，兩個因子在2017年同樣表現良好，累計收益率分別為7.85%和15.71%。

CTA多因子組合。我們使用複合動量、展期收益率、基差動量和庫存變化率等因子構建的基於目標波動率的複合信號策略在全樣本的年化收益率為13.82%，夏普比率和calmar比率高達2.74和3.71。為了避免出現過度優化，且能夠根據市場的變化靈活調整因子的參數和權重，我們構建了基於推進分析和因子加權的改進組合。組合取得15.23%的年化收益率，夏普比率和calmar比率分別為2.70和4.34，2017年的累計收益率為11.72%，夏普比率和calmar比率高達2.33和4.02。

風險性提示：市場系統性風險、模型誤設風險、流動性風險、基本面變化風險。

行業研究

傳媒：短期關注春節檔中長期看遊戲高增長

影視板塊：近期相對收益明顯，關注春節檔的大片對相關公司市場表現的正反饋；遊戲台塊：估值低、增速高，新遊戲需求仍然旺盛。個股仍堅持二維投資邏輯，專業地位以及估值PEG：光線傳媒、華策影視、中國電影、遊族網絡、三七互娛、完美世界、當代明誠、順網科技、威創股份。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

家用電器與器具：17年度白色家電數據總結

2017年家用空調全年內銷出貨8875萬台創歷史新高，同比增長46.8%。全年外銷出貨5295萬台，同比增長11%。格力電器、美的集團全年內銷出貨分別同比增長33%、83%，市佔率達38.6%，22.5%。外銷端格力、美的全年外銷出貨同比增長15%及13%，市佔率22%及28%，雙寡頭格局穩固。

家用洗衣機2017年平穩收官，內銷出貨4414萬台，同比+7.3%，外銷出貨1993萬台，同比+8.6%。美的內銷表現依舊出色，我們推測龍頭實際增速高於產業在線口徑數據。全年來看洗衣機行業雙寡頭表現優於行業整體，集中度繼續提升，內銷CR2=63.5%（同比+2.5pct），外銷CR2=28.1%（同比+2.1pct）。

冰箱2017年全年內銷4480萬台，同比-5.3%；外銷3027萬台，同比+12.7%。因家電下鄉時期對銷量透支較多，冰箱內銷已連續第四年呈小幅下滑。我們認為未來更新需求佔比提升或可緩解行業未來幾年內銷壓力，另則產品向多開門、大容量等方向的持續升級有助於推動行業整體均價提高。17年行業集中度繼續上提，內銷CR4同比提升3.6pct至62.5%。美的集團全年內銷同比增長14%，取得了優於行業的逆勢增長。

風險提示：未來行業增速不及預期。

有色金屬：2月組合延續“鈷銅色”風格——非洲銅礦行歸來

近期鈷、銅板塊保持強勁走勢，除了板塊白馬不斷釋放高盈利的業績預告（華友鈷業，紫金礦業），部分地區不取消新能源汽車地補和美國基建預期也是板塊強有力的催化劑。

對於鈷價空間判斷，只需強調一點，即新能源汽車產業鏈推動是根本動力，在需求景氣背景下，小品種的金融屬性往往較大；當前產業高盈利，是二級市場理想的投資板塊，高彈性品種：華友鈷業、寒銳鈷業、洛陽鋁業；這一邏輯同樣適用於鋰板塊，目前贛鋒鋰業、天齊鋰業估值（TTM的PE值）低，盈利高，鋰板塊同樣有提升空間。

至於銅價，我們想從礦產角度談談持續性和空間問題。近期我們團隊走訪了金誠信在贊比亞銅礦項目區，包括KCM，魯邦比和中色謙比希三個項目，涉及到的礦山投資方包括澳洲、印度和中方企業。

通過和產業界的交流，發現當前銅礦開發投資的關注度越來越高，不僅是中方企業，海外的產業股權基金和礦山企業涉及並購或者複產、擴建的案例也不少，類似金誠信這樣礦山服務企業，礦產開發項目明顯增加。而對比2017年LME銅價上漲超30%、同時國內銅價漲幅僅約20%，不難發現這輪銅價上漲中海外市場的投資熱情明顯高於國內。究其原因，海外經濟復蘇較快（包括東南亞和歐洲等）應該是核心因素。

此次非洲行的另一個收穫是親歷採礦一線，從開採角度思考礦山複產投建問題。其高資金門檻不需多解釋，而行業經歷長期底部，熟練工的大規模招聘也是現實問題。2007年週期高點後，大部分人擇業中往往規避這樣“苦、髒、差”的工種。而這也不難解釋為何礦山供給往往低於預期的現狀：類似鋅，2016年價格反彈至今漲幅超130%，但是短期內尚未有大型礦山複產案例。

經濟走勢的慣性和礦山開採的滯後性導致了供需錯位，前者往往導致需求超預期，而礦產工程的複雜性也往往導致供給釋放低於預期。這輪金屬價格的上漲，我們建議保持更樂觀的心態對待。具體到板塊選擇，新能源汽車：鈷鋰。基本金屬：銅、鋅、鋁、錫、鎳。

2018年1月份海通有色組合整體收益率超過9%，重點配置為鈷和銅。2月份的組合延續“鈷銅”風格：華友鈷業20%，紫金礦業20%，洛陽鋁業15%，馳宏鋅鎳15%，贛鋒鋰業15%，江西銅業15%。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期。

其他專用機械：智能製造新浪潮中尋找中國的發那科

國內機器人產業需求持續爆發，向上拐點已顯現。國內人口紅利逐步消失，製造業工資水平的提升、就業人數的下降推動了國內自動化行業景氣度持續向上。國內工業機器人產銷量近年來保持30%左右的高增長，2017年產量甚至出現加速增長態勢，國家統計局數據顯示2017年1-12月國內工業機器人產量達13.11萬台，同比增長68.10%，相比往年增速提升明顯。

國內機器人產業仍具備中長期成長性。工業機器人下游應用領域正不斷打開，汽車製造仍是最重要領域，而3C行業需求近幾年則成為增長最快的應用領域。我們看好國內機器人產業中長期成長性，當前中國機器人密度仍然顯著低於發達國家水平，隨著國內自動化紅利釋放、產業配套政策的落實、國內機器人技術的進步，我們預計未來幾年工業機器人行業銷量仍有望保持30%左右的增長。

日本機器人產業從國內走向全球，巨頭發那科的成長路徑。我們回顧了日本機器人產業的發展40多年的發展歷程，上個世紀80年代日本同樣面臨經濟增長中樞下滑、人力成本上升、人口老齡化加劇、勞動力成本提升等情形，日本歷時十多年大力發展工業機器人產業助力產業升級，此後通過對外輸出工業機器人產品佔據了全球行業的領先地位。發那科以機器人控制系統和驅動系統切入，歷經多年成為全球盈利能力最強、最具影響力的機器人公司，其競爭優勢主要體現在技術研發實力、關鍵零部件自製、系統可靠性、產品線齊全、全球化佈局等幾個方面。我們認為國內具備相同特質的工業機器人企業有望在中長期的行業競爭中脫穎而出。

國內機器人產業鏈優勢在集成，未來本體製造商也有望放量。國內機器人行業競爭較為激烈，機器人“四大家族”佔據近50%份額，但國內受益於行業快速增長紅利仍享受較好發展機遇，我們相對看好產業鏈的中游本體製造以及下游系統集成兩個環節的投資機會。

投資建議:智能製造浪潮加速襲來，尋找中國的發那科。我們認為工業機器人行業未來幾年整體仍將保持快速增長態勢，未來幾年優質公司有望迎來盈利高速增長期，我們看好具備獨特競爭優勢並且有望在行業激烈競爭中脫穎而出的國內機器人廠商，本體製造商建議關注中埃斯頓，系統集成商建議關注拓斯達、快克股份、黃河旋風。此外，我們建議關注在數控領域具備較強競爭能力的華東重機、勁勝智能以及物流自動化領域的諾力股份。

風險提示。宏觀經濟大幅度波動；國內技術進步速度低於預期導致國產機器人份額丟失；行業競爭過於激烈導致企業盈利能力下降；相關標的估值較高。

合規提示：根據公司2017年三季報披露，海通證券約定購回式證券交易專用證券賬戶持有黃河旋風股票超過總股本1%，特此提示。

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。