

2018年4月23日

銷售部 - 投資策略

策略

風格走向均衡——基金2018年一季報點評

(1) 18年第一季度基金倉位整體微降。18Q1普通股票型、偏股混合型、靈活配置型基金倉位分別為86.6%、83.4%、60.6%，較17Q4末分別持平、持平、降3.8個百分點，倉位整體微降。

(2) 風格特徵：價值股佔比回落，成長股佔比上升。18Q1基金重倉股（剔除港股）中上證50成分股市值佔比環比大幅下降4.3個百分點至17.6%，低於10年以來的均值21.3%，目前處於13Q4水平；創業板指成分股市值佔比環比上升2.8個百分點至9.5%，高於10年以來的均值7.9%，目前位於13Q2水平。從板塊來看，18Q1基金重倉股中，主板市值佔比結束六個季度回升，環比下降4.8個百分點至60.3%，回落至14Q1水平，低於2010年以來的均值67.6%；中小板、創業板市值佔比環比分別升1.1、3.6個百分點至23.4%、13.5%，高於2010年以來的均值20.2%與11.6%，目前創業板佔比已回到13年Q4水平；港股佔比2.8%，與上季度持平。

(3) 行業特徵：金融、消費市值佔比下降，週期、TMT佔比上升。18Q1基金重倉股（剔除港股）中金融地產市值佔比整體下降2.5個百分點至15.4%，其中保險佔比環比大幅下降2.6個百分點至4.2%，高於2010年以來的均值3.7%，目前處於略高於13Q1的水平。消費類行業市值佔比下降0.6個百分點至38.8%，其中白酒市值佔比環比大幅下降3.0個百分點至6.2%，高於2010年以來的均值5.6%，略低於12年Q4水平；食品下降1.3個百分點至3.1%，低於2010年以來的均值3.7%，略高於12年Q4水平；醫藥上升2.9個百分點至12.8%，略高於2010年以來的均值12.6%，目前處於12年Q4水平。週期性行業市值佔比整體微升0.9個百分點至21.9%，其中有色上升0.7個百分點至3.8%，石油石化上升0.6個百分點至1.5%。TMT市值佔比20.5%，環比上升2.7個百分點，其中僅通信環比下降0.7個百分點至2.5%。

(4) 持股特徵：集中度大幅下降。18Q1持股規模前10支個股整體市值佔比為19.1%，略低於10年以來的均值19.7%，略低於13Q4的水平，前20支個股整體市值佔比為29.6%，略低於10年以來的均值29.9%，略低於13Q4的水平。18Q1基金重倉股中中國平安、格力電器與美的集團市值佔比位列前三：中國平安已連續第四個季度位列第一。

風險提示：報告為基於基金定期報告的客觀分析，所涉及的股票、行業不構成投資建議。

A股到了抗拒恐懼的階段

看整體：估值水平已經回到上證綜指2638點時。①投資者情緒恐慌，A股估值回到上證綜指2638點時。回顧3月22日特朗普總統簽署備忘錄以來全球主要股市表現，日本、韓國、歐洲股市已經消化此擾動，

美股和港股的跌幅均小於A股，說明A股的情緒波動更大。對標2016年1月底上證綜指2638點，雖然現在指數點位更高，但過去2年盈利累計增長20%左右，當前全部A股PE（TTM，整體法，下同）18.1倍，與當時的17.7倍基本相同。②經濟平穩增長的大格局不變，估值底有效。2638點時的估值底是否有效，要看過去2年來的經濟平穩增長的大格局能否維持。中國正步入經濟平穩盈利上的階段，這是新時代的基本面新特徵。4月前三周北上資金淨流入316億元，較3月的97億元大幅提高。這幾次階段性底部伴隨北上資金流，上證50率先上漲，之後市場見底企穩，整體上外資更偏價值，更重視估值和盈利的匹配。

看結構：主要板塊估值盈利比均不錯。①以金融和白馬股為代表的價值類股，估值盈利匹配度較好。價值類股包含高股息率的純價值股，也包括盈利增速較高、估值匹配盈利的白馬股。根據A股2014-2016年年報披露的現金分紅計算當前股價對應的股息率，最高的15支股票均值股息率為7.4%。從過去一周北上資金動向看，北上資金流入額最多的行業分別是食品飲料（+37億元），非銀（+25億元），銀行（+17億元），家電（+16億元），以金融和消費白馬為代表的價值股更受北上資金青睞。②以中小創為代表的成長類股，過去2年估值已回落，目前階段估值盈利比也不錯。目前中小板指PE為30.2倍，對應30-40倍區間、未來一年中小板指正收益概率為65.6%，目前創業板指PE為44.1倍、對應40-50倍區間、未來一年創業板指正收益概率為23.1%。

應對策略：抗拒恐懼。①2638點的估值底大概率有效，情緒修復有個過程。我們回顧2005年以來，A股PE回到17倍以下的期間包括2008/09-09/01和2011/05-14/12。2008/09-09/01源於全球金融危機爆發，市場情緒恐慌、基本面加速惡化，2011/05-14/12源於中國經濟還處在“L”型的一豎，結構調整還未實現。如果未來A股估值出現下移，更可能是出現類似08年的情形，目前並沒有觀察到出現此情景的跡象。如果上證綜指2638點時的估值底有效，我們預計2018年A股淨利累計同比為13.5%，保持當前的估值不變，A股通過賺業績的錢也能實現10%以上的收益。②風格更加均衡，價值成長兩邊抓龍頭。我們前期報告分析指出，2-3月籌碼再平衡導致風格短期漂移後，4月隨著財報密集公佈，最終業績為王，風格會走向均衡。價值龍頭看好銀行，成長性行業裡看好偏硬件的先進製造，包括5G、半導體，以及新型消費中的醫藥，如醫療服務、創新藥。

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

行業輪動系列研究8——預期情緒數據的應用分析

本篇報告主要分析行業預期情緒類數據，對行業輪動是否具有指導意義，數據由朝陽永續衍生庫獲取。預期情緒指標大致可分為3類：分析師關注度和分歧度、盈利調整方向、以及盈利調整幅度。

分析師關注度和分歧度指標表現一般，不存在相關性顯著的因子。這主要是由於，分析師對公司出具的報告有正向觀點也有負向觀點，因此關注度對行業未來走向的指示意義不明確。而分歧度很難單獨使用，在海外文獻中，分歧度指標通常結合預測值進行分析。分歧度低、且預測盈利高（或上調）的股票，未來收益顯著優於分歧度低、且預測盈利低（或下調）的股票。

調整方向因子是基於成分股盈利預測上調、下調匯總情況，按照一定基準（如成分股數量、行業市值之和等）進行標準化後的值，反映分析師對行業成分股業績調整方向的綜合觀點。整體來看，下調類指標的有效性強於上調類指標，投資者對負面信息的敏感性強於正面信息。我們推薦關注下調比例和下調廣度兩個因子。

調整幅度因子是當前預期水平與歷史水平的差異，反映預期盈利的調整幅度。整體來看，淨利潤調整因子優於估值類調整因子，1個月以上的調整指標優於短期調整指標。但整體而言，調整幅度因子的表現弱於調整方向因子。

選用下調比例和下調廣度構建調整方向複合因子，策略多頭組合年化超額9.46%，多空年化收益差為17%，月勝率67%。強烈推薦投資者關注該因子。

在原始行業輪動策略基礎上，將新發現的情緒因子加入模型，更新後的複合因子穩定性更高，其與行業次月收益相關係數為12.07%。相比於任一單因子，複合因子多空收益差月勝率明顯提升，達74%。多頭組合年化超額13.8%，月勝率67%，相對於全行業等權組合最大回撤僅為2.3%。

風險提示：歷史規律變化風險，統計模型失效、因子失效風險。

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。