

2018年7月30日

財富管理-投資策略

策略

A股與港股的三大差異

核心結論：①A股上市的盈利標準比港股更嚴格，導致企業高點上市，週期類公司占比高達為45%。A股退市標準比港股更嚴格，退市率0.31%低於港股的0.55%。②港股以機構投資者為主，交易占比達77.2%，而A股機構交易占比僅為12.2%。港股公募基金持股大市值公司（市值前20%）比例為96.8%，A股為81.4%。③港股換手率56%，全球最低，A股高達532%。最近兩年A股分化加劇，低成交個股比例升至月均25.8%，趨近港股。

港股上市條件更寬鬆，港股A股退市制度都較籠統。港股上市制度對公司財務指標的要求標準較為寬鬆，而A股對此的要求標準比較嚴格，並且對公司經營有額外限制。港股和A股退市除牌的條件都相對籠統，主動退市多，強制摘牌少，港股平均每年11家公司退市，年均退市率約0.55%，A股平均每年有6家公司退市，退市率約為0.31%。全部港股和全部A股新興行業市值占比分別為29.18%和18.57%，全部美股中這一比例為34.45%，納斯達克市場這一比例達到64.11%，港股和A股新興市場占比明顯偏低。港股和A股市場已經不能完全代表中國新經濟的發展趨勢。過低的新興行業占比使港股和A股的投資者無法很好享受新興經濟增長帶來的紅利。因此，港股與A股大力推進上市制度改革。

港股以機構投資者為主，偏愛大市值、低估值藍籌股。港股各類投資者持有的市值比例為個人投資者7.8%、機構投資者48.3%，A股投資者自由流通市值占比為個人投資者43.4%、機構投資者25.1%。從歷史上看，港股機構投資者交易額占比從1991年的50.4%持續上升到2016年的77.2%。A股機構投資者交易額占比從2007年的10.4%持續上升到2016年的12.2%，變化明顯小於港股。同A股公募基金相比，港股公募基金更偏好大市值公司股票，持倉大市值公司股（全部股票最大20%）市值占比高達96.81%，而A股公募基金為81.45%。港股公募基金持有低估值股票更多，低PE股（10倍以下）持倉市值占比高達39.15%，而A股公募低PE股（10倍以下）持倉市值占比為15.48%。港股公募持倉股ROE普遍較高，持倉股ROE在5%以上的市值占比高達87.96%，A股公募持倉股ROE在5%以上、3%-5%、2%-3%的市值占比分別為30.87%、28.99%和16.30%。

港股、A股在交易特徵上差異明顯。港股和A股在交易制度上差異體現在交收機制和漲跌幅限制，港股實行T+0回轉交易制度和T+2交收制度，而A股實行T+1的交割制度。A股設置了漲跌停板，而港股市場不設漲跌幅限制。港股多為機構投資者，恒生指數2017年在全球重要指數中換手率最低，而A股由於個人投資者占多數，換手率位於全球最高。整體上來看，雖然港股和A股換手率位於全球主要市場的兩極，但兩個市場換手率趨勢重合度很高，尤其在2005年以後換手率的波動趨勢基本一致，兩市場相關度越來越高。從年振幅上看，2000年以來港股平均年振幅為36.20%，A股平均年振幅

為49.66%，A股市場較為活躍，港股市場的運轉風格相對較為穩健。港股和A股低成交股都有不斷增加的趨勢，但是港股市場低成交股的數量和占比處於更高位置。

風險提示：各國金融市場大幅波動。

本輪行情的性質和前景

當前行情的定性及時空展望。①短期反彈，時空均未走完。我們在7月8日策略週報《反彈窗口期》提出A股跌幅已經很可觀，估值接近歷史底部，國內貨幣政策逐漸微調，短期進入反彈窗口期。目前看這一邏輯正在不斷驗證。歷史上可借鑒的四次反彈行情：2010、12、13、16年，後續反彈2-4個月，幅度大致15-25%。本次政策屬微調，預計反彈幅度較前四次稍弱。②中期磨底，待去杠杆高峰。把2016年1月底上證綜指2638點以來的市場，定性為箱體震盪的大圓弧底。宏微觀基本面自16年2季度來已經見底企穩，但是去杠杆背景下資金供求一直緊張。去杠杆政策的真正轉折點可能是，出現少量地方城投平臺違約，以及過去幾年集中為這些城投平臺提供融資的城商行、農商行被兼併重組，那時候資金供求關係出現轉折點。

未來行情的可能變數。①向上超預期：改革加速。未來市場向上超預期的可能因素是國內大力推進改革。今年是改革開放40周年，後續改革進展主要觀察時點是10月左右將召開的聚焦經濟改革的十九屆四中全會，若推出比較大力度的改革措施，將有助提高未來經濟潛在增速。對股市而言改革加快將顯著提升市場風險偏好，典型的例子如2012年11月中國共產黨第十八次全國代表大會召開，改革預期提升，低估值的銀行板塊率先領漲。②向下超預期：中美貿易摩擦蔓延升級至其他領域。3月以來中美貿易摩擦不斷反復影響了市場情緒，要警惕中美貿易摩擦出現新的惡化，即中美貿易爭端進一步向金融、政治軍事等領域擴散。另一個需關注的因素是海外市場大幅波動，若出現美股大幅下跌，則會引致全球風險偏好下行，進而導致外資從A股撤出，股市微觀資金供求被破壞。

應對策略：兩手準備。①反彈期的選擇：成長做彈性。這輪反彈，我們認為成長機會更大，貨幣政策微調已經明確，7月23日國常會提出積極財政政策要更加積極，從會議內容看本次調整並非大放水，1.35萬億元地方政府專項債券發行和使用也屬前期已有計劃，後續擴內需和調結構結合，則需要產業政策發力，政策有望聚焦新經濟，如5G投資、半導體產業基金等。此外資管新規細則和理財新規出臺，有助緩解市場對銀行債務風險的擔憂，估值短期望有所修復。②中期磨底：消費白馬做配置。著眼未來半年到一年，消費白馬仍是較好的配置品。2018年消費白馬股盈利仍較優、估值和盈利匹配度不錯，基金持股比例較高但外資仍在買入。就目前看，未來半年外資仍是最為確定的增量資金，三季度消費白馬可能相對偏弱，進入四季度隨著估值切換，預計機會再次出現。

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

反彈或仍將延續

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-9.20%，相對前一周（-10.51%）繼續上升，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數站穩20日均線。

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（-1.51）大幅反彈，一周均值為-1.13，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.13倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先降後升，週五為0.87，高於前一周（0.81），體現出投資者對上證50ETF短期走勢的謹慎程度上升。漲停板封板率全周均值為59%，賺錢效應低於前一周（61%）。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在八月的上漲概率為62%、54%、62%和88%，漲幅均值為-1.26%、-1.65%、-0.35%和1.25%，漲幅中位數為0.71%、1.20%、3.73%和4.45%，創業板表現較好。

事件驅動上，1. 信用利差（5年AA企業債-國開債收益率）上周再次收斂15BP。Wind全A指數與信用利差自2017年以來的相關係數高達-0.76，信用利差的持續收斂將對股市形成利好。2. 低價股近期表現強勢。我們在剔除了行業和市值影響之後，做多股價最低的10%股票，做空股價最高的10%股票，股價因子多空淨值與Wind全A指數具有明顯的正相關性，自2017年以來的同期相關係數為0.64，滯後一個月的相關係數為0.71。股價因子多空淨值上周大幅上漲6.93%，有望帶動市場整體上行。3. 美股上周先揚後抑，三大指數周漲跌幅分別為1.57%、0.61%和-1.06%。4. 證監會7月27日核發1家IPO批文，未披露籌資金額。5. 上周流動性小幅收緊，上交所七天回購利率上行25.5BP。

技術分析上，上證綜指日線級別上出現頂分型，跌破五日均線。30分鐘級別上處於回調的一筆中，若不破2793點則有望形成第三類買點。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

行業主題

房地產：大浪淘沙，識別真金——物業服務行業公司篇

19家目標公司。我們選取A股、H股、新三板上19家物業服務公司，從其業務佈局、業務模式、財務情況、公司亮點等角度進行重點分析：A股：南都物業（物業A股第一股，獨立第三方品牌物業）。港股：彩生活、綠城服務、中海物業、碧桂園服務、中奧到家、祈福生活、雅生活服務、浦江中國。新三板：保利物業、美的物業、嘉寶股份、星河商置、第一物業、中楚物業、上房服務、開元物業、永升物業、遠洋億家。

營收和利潤增速優異，現金流穩中有升。從營收、淨利潤增速角度來看，19家物業公司2017年營業收入同比增速平均值達32.66%，歸母淨利潤同比增速平均值66.60%，新三板公司增速優於AH股。從利潤率水平來看，19家物業公司2017年平均毛利率28.38%，淨利率9.44%，港股公司毛利率具有相對優勢，而新三板企業具有高於均值的淨利率。從現金流角度來看，19家物業服務企業2015-2017

年經營活動現金流複合增速為29.85%，2017年合計經營活動現金流為40.5億元，相較2015年的24.0億元有大幅提升。

估值方法。整體來看，物業服務行業屬輕資產管理行業，固定資產占總資產比例較低；行業處於增長期，龍頭企業集中度提升明顯；與房地產開發不同，行業是存量服務邏輯，週期性較弱，經營性現金流較為穩健，利潤率波動較小。以上特徵下，我們認為現階段物業管理企業較為適宜運用PE法、PS法（總市值/管理面積）來進行估值。其中PS法（總市值/管理面積）局限性較強，一方面沒有考慮不同物業類型下管理費高低以及其盈利性的不同，另一方面由於社區O2O平臺輕資產輸出使得業主增值服務不再受制於物業管理面積，側重於增值服務擴張企業有可能被低估。現階段國內外資本市場主要以PE估值法對物業服務企業進行估值。未來物業管理企業估值有望向互聯網企業靠攏。長遠來看，隨著物業服務公司社區O2O平臺的日趨完善，註冊用戶數和活躍用戶數量的逐漸增加，橫向服務範圍擴大，縱向服務深化，帶來盈利能力顯著提升。我們認為，長遠來看增值服務收入利潤占比有可能超過基礎物業收入，進而使得物業公司向互聯網企業靠攏，估值上向互聯網企業靠攏。我們認為，下一階段物業管理企業的估值將由不同業務板塊不同估值疊加，而其中隨著社區O2O平臺的進一步發展、成熟，增值業務部分主要用市值/用戶估值法。

投資建議：維持物業服務行業“優於大市”評級。現階段國內外資本市場主要以PE估值法對物業服務企業進行估值。截至2018年7月26日，A股南都物業市盈率PE（TTM）達40.12倍；港股公司市盈率在10-73倍，平均值34.88倍；新三板波動較大，市盈率在2.42-22倍，平均值11.89倍。以北美物業管理企業FirstService為例，FSV公司清晰的商業路徑和穩健的擴張模式使得其多年來財務表現一直非常優異。FSV公司歷史PE水平在55-140倍，保持穩定增長。考慮到中國的物業服務行業相比海外成熟市場仍處於高速增長期，我們認為當前物業服務行業估值水平理應對應FSV的高估值階段，給予房地產行業旗下物業服務行業子板塊“優於大市”評級。

風險提示：人工成本上升風險；規模過快擴張風險；增值業務拓展不及預期風險。

軟件：雲軟件的轉型之路：初見端倪

計算機持倉規模和個股集中度同步上升，且明顯偏好雲計算子領域。公募基金的二季度數據已經出來，計算機持倉繼續上升，2018Q1為3.41%，2018Q2上升到了4.37%。二季報基金持有計算機行業前五大重倉股分別是浪潮信息、航天信息、廣聯達、中科曙光、衛甯健康，而一季報的基金持有計算機行業前五大重倉股分別是啟明星辰、中科曙光、浪潮信息、華宇軟件、廣聯達。從基金重倉股看，對於計算機板塊PE估值並不是機構最關心的點，五隻個股中有四隻2018年PE一致預期超過50倍，中科曙光2018年PE一致預期約74倍，二季度退出前五大重倉的啟明星辰和華宇軟件2018年PE一致預期僅為21倍和17倍。因此我們認為當前機構更加關注公司的長期成長邏輯。

確定性趨勢的雲計算已初現端倪。基金二季度計算機持倉的前20名上市公司之中有超過10家的主營業務與雲計算有關，這驗證了我們多次強調的“雲計算”將會是今年計算機板塊的重點主線。從上個世紀90年代拉裡·埃裡森提出網絡電腦，到穀歌等公司2006年提出雲計算概念，從一些科技巨頭主動轉雲，到以雲產品為起始業務的巨頭誕生，如今的科技界和IT界已經完全認同了雲的概念。

雲計算使得需求方IT投入成本大大降低，同時數據的採集和處理也變得更加容易，相對於互聯網2.0來說雲計算更算是一次徹頭徹尾的技術革命。A股裡面的純軟件產品公司並不多，由於歷史環境原因，很多公司都是做某個行業的信息化，但是現在來看，這些做行業信息化的公司已經開始逐步將他們多年來在行業和IT的雙重積累進行壓縮和凝聚，推出一些通用的產品化的成果，並在此基礎上進一步雲化，將其在信息化領域的積累賦能更多原先投不起IT的企業，覆蓋更加長尾的市場。用友披露的2018年半年度業績預告實現扭虧為盈，歸母淨利潤1—1.3億元；廣聯達公佈2018H1業績預告，收入同比增長17.86%，預收款餘額達到3.11億元，yoy+74.76%；航天信息2018H1扣非後歸母淨利潤同比增長約5%至11%；此類往雲轉邊際改善的上市公司還有很多。其實，從目前來看國內的IT行業以及A股計算機上市公司的雲化轉型之路已經初見端倪。

雲，使得計算機公司從做項目到按年收服務費，現金流層面也更可持續。另外，產品型公司的現金流往往會相對比較好。所以，我們目前推薦主線依然是雲計算以及產品型公司。

海通計算機2018年8月組合：廣聯達、航天信息、恒生電子、寶信軟件、中科曙光、浪潮信息、超圖軟件、天源迪科。

風險提示：部分細分領域信息化需求低於預期。

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。