

2018年9月3日

財富管理-投資策略

金融工程

基於因子剝離的FOF 擇基邏輯系列十三——主動權益基金的因子剝離（二）

風險因子與Alpha因子。我們將主動權益基金的因子庫歸類成風險因子與Alpha因子兩大類，風險因子也可稱為廣義上的Beta因子，特指長期來看並不能產生正收益的因子，包括市場面、風格面以及行業面，而Alpha因子特指長期來看能夠產生正收益的因子，包括技術面與基本面。每一支基金的收益均可分解為風險因子貢獻、Alpha因子貢獻以及基金經理Pure Alpha三部分，其中風險因子所佔據的比重最大。

業績排名靠前的基金一定是好基金嗎？從FOF擇基角度，這些基金並不一定是FOF擇基的最佳選項。行業收益和風格收益是主動基金亮眼業績的最主要的貢獻來源。我們認為，這些基金的亮眼業績是否能持續，取決於：如若基金經理堅持該風險因子暴露，未來該因子板塊是否仍然存在行情；如若基金經理切換風險因子暴露，能否準確擇時到未來各風險因子的方向。

考慮風險因子配置的FOF構建思路。基金的歷史收益中由風險因子所貢獻的部分，其跨期持續性最差，忽略基金內部的風險因子而僅基於歷史業績進行擇基並不科學。我們建議的操作方式包括：1. 母基金（FOF）進行風格與行業的擇時，選擇風格、行業配置穩定的基金作為子基金進行配置。2. 母基金（FOF）不做擇時，選取具備風格、行業擇時能力的子基金。

什麼類型基金的Pure Alpha最高？大部分主動權益型基金的收益來源於風格行業等暴露，而基金在因子剝離以後的Pure Alpha才是基金管理人自身的能力。我們發現，雖然在過去五年、過去三年、過去兩年或是過去一年等不同的時間窗口中，業績（年化收益）表現最佳的基金類別均不相同，然而，如若根據剔除多因子後Alpha及AR進行排序，表現最佳的基金類別始終是增強指數型基金，而表現最差的基金類別始終是靈活配置型基金。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險、有效因子變動風險。

策略

盈利二次探底預計不深——2018 年中報分析及展望

核心結論：①全部A股18Q2/18Q1/17年淨利累計同比為14.1%/13.4%/18.1%，ROE為10.6%/10.3%/10.3%，預計全部A股18年淨利同比為13%，ROE為10.5%。②16年中以來盈利築底特徵類似02-05年，W型底，目前正處二次探底中，不會出現08、11年式的大幅惡化；宏觀需求回落有限，

產業升級和行業集中度提高使企業盈利韌性更強。③估值和盈利匹配度高的行業，PB-ROE角度如銀行、地產等，PEG角度如家電、食品飲料、輕工、醫藥等。

18年中報淨利累計同比為14.1%，盈利略回升。①二季度A股淨利累計同比為14.1%，ROE為10.6%，較一季度略回升。18Q2/18Q1/17Q4全部A股歸屬母公司淨利累計同比分別為14.1%/13.4%/18.1%，剔除金融後為22.2%/21.4%/31.3%，剔除金融兩油後為19.6%/20.8%/30.6%，淨利潤同比增速略回升。②這次盈利二次探底但預計不深，不會像2008年、2011年。A股中報業績增速較一季報略改善，雖然盈利二次探底但預計不深，不會像2008、2011年盈利快速下滑，盈利波動更類似於“W”型。③這次盈利二次探底背景像2002-05年，A股盈利韌性更強。從宏觀基本面看，今年政府工作報告提出2018年GDP增長目標為6.5%，預計2019年維持6~6.5%的目標，按照wind一致預期，2018年CPI、PPI同比為2.08%、3.0%，2019年為2.35%、1.9%，以工業品和生活品的通脹均值推算，2018年名義GDP同比為9.2%，2019年為8.3~8.8%。

主板業績回升，中小創盈利增速均放緩。①主板二季度淨利累計同比為14.3%，較一季度回升。18Q2/18Q1/17Q4主板歸屬母公司淨利潤累計同比為14.3%/12.6%/19.5%，淨利同比增速較一季度略回升。②中小板二季度淨利累計同比為14.6%，較一季度放緩。18Q2/18Q1/17Q4中小板歸屬母公司淨利潤累計同比為14.6%/18.9%/22.0%，剔除券商後歸母淨利累計同比為15.3%/19.8%/20.0%，淨利同比增速較一季度下滑。③創業板二季度淨利累計同比為8.1%，較一季度放緩。18Q2/18Q1/17Q4創業板歸屬母公司淨利潤累計同比為8.1%/28.4%/-16.4%，剔除光線傳媒（一季度營業外收入較多）後，歸母淨利累計同比為16.1%/21.8%/-10.7%，淨利潤增速較一季度回落。根據2017年創業板中報淨利潤占全年比重為52%，預計2018年該比重還會提升，我們推算18年創業板淨利同比為7%，對應ROE為6%。

龍頭效應突出，金融和消費估值和業績性價比更優。①新時代經濟體由大變強，龍頭公司業績更優。隨著新時代我國經濟體由大變強，我國各行業集中度正逐步提升，在此背景下龍頭公司更有望受益，上市公司業績數據也表明龍頭公司業績更優。②根據中報，石油石化、鋼鐵、商貿零售、輕工製造、計算機淨利同比和ROE趨勢較好。中報淨利同比和ROE均較一季報改善的行業包括石油石化、鋼鐵、商貿零售、輕工製造、計算機等。③銀行、地產、家電、輕工、白酒的估值與業績匹配度較好。從PB-ROE角度看，以滬深300作為參照基準，可判斷在金融、地產和週期行業中，銀行、地產估值和業績匹配度較好。以滬深300作為參照基準，結合盈利趨勢，可判斷在消費和科技行業中，家電、輕工、白酒、食品、醫藥的估值和業績匹配度較好。

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。

行業研究

券商：投行自營承壓，業績略顯疲軟 ——證券行業 2018 年中報回顧

2018年上半年證券市場表現仍疲軟。1) 去杠杆強監管環境下，18年上半年交易量同比基本持平，新增開戶數繼續下滑。18年上半年日均交易額4679億元；上半年平均每週新增投資者26.50萬人，同比下滑24%。2) IPO發行數量顯著減緩，審核力度繼續加強，IPO被否率大幅提升。2018年以來，IPO發行速度顯著減慢，每月平均發行數量約10家，相比去年平均每月的40家IPO的發行大幅減少。

2018年上半年，共發行63家IPO，募資規模達923億元。被否率為39.29%，較2017年的17.95%顯著提升。3) 投行系列新政下，再融資規模收縮。2018年上半年，增發募集資金3678億元，同比減少近45%。與此同時，由於可轉債和優先股享有綠色通道，在定增難度加大的背景下更為受歡迎。4) 債券發行規模有所回升。2018年上半年，券商債券發行規模為1.95萬億元，同比上升19.28%。金融債發行縮水，公司債、短融中票、ABS等品種規模有所提升。5) 2018年上半年債市表現好於2017年，股市表現弱勢。6) 融資融券有所回落；股票質押增速放緩，受股票質押新規影響較大。

2018年上半年上市券商淨利潤同比下滑23%。2018年上半年32家上市券商合計實現營業收入1219.44億元，同比下滑8%，實現淨利潤340.23億元，同比下滑23%。上市券商業績整體下滑，主要是由於自營權益類資產投資收益大幅下滑、IPO被否率高、兩融餘額同比減少等。券商業績分化明顯，大型券商業績顯著好於中小券商，其中中信證券、中原證券、華泰證券、東興證券、申萬宏源實現淨利潤正增長；中信建投、華西證券淨利潤降幅小於10%；東吳證券、方正證券、國海證券、長江證券、第一創業、東方證券、國元證券、山西證券淨利潤降幅大於50%，太平洋證券上半年仍虧損。2018年預計淨利潤同比下滑7%。我們根據2017年經營情況以及未來可能的市場變化，估算在悲觀/中性/樂觀情形下，2018年券商淨利潤同比-16%/-7%/+7%。

券商股估值底部。目前券商行業（使用中信II級指數）平均2018E P/B在1.2x，預計隨著未來市場回暖或觸底反彈，券商股估值彈性有望顯現，給予“優於大市”評級。推薦：華泰證券、廣發證券、招商證券、中金公司。

風險提示：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

信息服務：黏性

雲化軟件，過去5年美股的超級週期。2013年開始，雲計算底層技術以及配套解決方案紛紛落地，在技術成熟之上，美國各細分領域的傳統軟件巨頭意識到了雲化軟件相對於傳統軟件，在客戶粘性以及商業和運營模式上的巨大優勢，紛紛進行上雲轉型。以Adobe、Autodesk、Salesforce和Servicenow為代表的雲化軟件公司的股價漲幅均大幅超越行業基準，且呈現了兩種類型：通用型和垂直型，財務指標的變化也不同。

中國軟件產業的變革因素。1、中國的信息化認知在逐漸提升，同時疊加工程師紅利和大數據紅利。2、正如在加強知識產權保護的情況下，我們有了從免費看視頻到付費看視頻的轉變，所以加大知識產權保護將促使用戶付費用軟件習慣的形成。3、軟件雲化好似從單機遊戲到網絡遊戲，在單機遊戲時代，中國沒有誕生大的遊戲公司，但到了網絡遊戲時代，中國誕生了網絡遊戲大公司；軟件的雲化過程，是中國軟件公司由弱到強發展的機遇和拐點。

軟件的核心：粘性。粘性本質是可持續性收入和高替換成本。由於軟件的雲化，軟件有了消費屬性：按月/年收費、先收費再服務，且對於用戶來說，更換軟件的成本巨大。所以，軟件是一種消費，且是粘性更強的消費。軟件在逐漸增大IT產業價值鏈的份額。可以從遞延收入/預收賬款、現金流、ROE等多項財務指標來跟蹤軟件公司的雲化發展，投資軟件公司的可測性將大幅提升。

構建新的軟件行業評估體系。ADR年度可持續性收入和PA值。為了更好的評估傳統軟件企業在轉雲之後，在訂閱服務年費下，整體收入中企業收取的非一次性的、可持續的收入，與公司估值之間的關係，我們構建了ADR (annual durative revenue) 指標來計算雲化軟件企業的可持續收入部分。ADR計算中考慮到了雲化訂閱模式下的遞延收入以及續費率，可以更好的反映出企業收入中粘性最高的收入部分；同時，我們用P/A值來衡量在同一單位可持續收入下，雲化軟件公司目前估值的高低。

風險提示：行業技術發展不及預期，軟件市場需求不及預期。

商業貿易：行業增速下行，精選優質成長

1. 消費數據二季度以來增速下行。①2017年社零總額36.6萬億元增10.2%；1Q18名義增9.8%，4月開始下行，4-5月實際增7.9%和6.8%，7月實際增6.5%再創新低；百家增速3月3.4%高點、4-6月各-0.4%/-2.5%/2.1%/-2%；50家4月增速降至-0.6%、5月-3.4%、7月-3.9%；②CPI重回“2”時代，2018年2-3月各2.9%和2.1%，4-6月維持1.8-1.9%，7月2.1%；2017和1H18網絡零售額增速各32.2%和30.1%，占社零總額比例由2017年19.6%提升至1H18的22.7%；③中國零售市占率前十中，阿裡、京東和蘇寧各以8.2%、5%、1.3%居前三位，永輝0.3%第9；邊際市場份額阿裡蘇寧永輝2015-17年持續提升，京東2016-17維持7%左右，高鑫零售持續下降。我們對中期消費環境整體偏謹慎，但維持“渠道結構性平衡”的判斷，而這種平衡對龍頭來說更是機會，優質龍頭在加速獲得市場份額。

2. 2Q18收入增速下滑，利潤保持平穩增長。以剔除永輝的35家公司為樣本：1H18收入增2.6%，一、二季度各增4.7%和0.1%，二季度明顯放緩，且增速同比減少3.24個百分點；毛利率增0.62pct，貢獻居前的有歐亞集團（0.19%）、重慶百貨（0.17%）、步步高（0.16%）、天虹股份（0.14%）等，期間費用率增0.15 pct；歸母淨利增15.6%，扣非淨利增18.1%，其中1Q/2Q歸母淨利各增14.2%和17.4%，2Q高因中百集團拆遷補償，1Q/2Q扣非淨利各增21%和13.7%，2Q增速同比和環比均有所放緩，但仍保持平穩增長。1H18經營淨現金流58億元增20%，1Q增42億元，2Q降33億元，2Q18較2Q17經營淨現金流減少最多的有：杭州解百（-6.95億元）、步步高（-5.44億元）、大商股份（-5.32億元）、百聯股份（-4.33億元）等。

3. 重點公司：增長分化，優質公司表現仍佳。2018上半年67家樣本公司中有42家扣非淨利正增長或扭虧為盈（2017年同期45家），收入和扣非淨利實現雙增長的公司有30家（同比持平）；在收入和扣非淨利均位於行業前15的公司中，由主業穩健增長所驅動的有青島金王、深圳華強、珀萊雅、漢商集團等。此外，蘇甯易購收入大增32%，扣非淨利扭虧為盈；其他我們重點推薦和關注的公司扣非淨利表現也均較好，包括天虹股份增25.06%、家家悅增29.2%、紅旗連鎖增57.46%、永輝超市降20.33%（雲創增29%）、王府井增61.22%、周大生增28.02%。

我們統計1H18收入和扣非淨利增速同比改善，以及2Q18收入和扣非淨利環比改善個股發現，收入端1H18和2Q18雙重改善的有家家悅、中百集團、周大生、拉芳家化等；利潤端雙重改善的有重慶百貨、紅旗連鎖、家家悅、周大生、拉芳家化等；收入和利潤均雙重改善的有家家悅、周大生、拉芳家化。

4. 漲幅及估值。①漲幅：2018年初至今，商貿指數跌22.7%，跑輸上證綜指5.46pct，個股漲幅居前的有愛嬰室（78%）、禦家匯（68%）、珀萊雅（51%）、重慶百貨（19%）、家家悅（13%）、天虹股份（9%）、中央商場（9%）、蘭生股份（8%）、周大生（3%）、蘇甯易購（1%）；②估值：2018年，PE較低的有鄂武商A（6x）、歐亞集團（11x）、青島金王（11x）、王府井（12x）等；PS

較低的有歐亞集團（0.21x）、銀座股份（0.22x）、中百集團（0.27x）、百聯股份（0.29x）等；RNAV/市值居前的銀座股份（4.2倍）、小商品城（3.9倍）、歐亞集團（3.8倍）、百聯股份（3.4倍）等；現金/市值居前的有華聯綜超（122%）、合肥百貨（80%）、銀座股份（69%）、百聯股份（62%）等。

5. 行業觀點及推薦個股。二季度以來消費增速回落，但渠道自身更多有結構性平衡的特徵，新的產業格局加速形成，零售企業參與競爭的核心能力成為優秀團隊和機制，進而包括業態、供應鏈整合、數字化改造，以及所擁有的資本及規模整合力，行業具備α屬性，行業壓力期，也是優質公司跨越式發展的機遇期。重點推薦蘇甯易購、天虹股份、家家悅、紅旗連鎖，重視對【永輝超市】戰略&經營拐點的判斷，以及對應投資機會的臨近，關注王府井、周大生、青島金王等。

風險因素：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革慢於預期；轉型進程的不確定。

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，僱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。