

2018年10月15日

財富管理-投資策略

金融工程

選股因子系列研究（三十九）——如何計算盈利指標的趨勢？

盈利質量因子。Robert Novy-Marx (2014) 曾對歷史上著名的幾個質量因子進行研究和總結，例如，ROIC (Return on invested capital)、Gross Profitability、Piotroski的F-score等。最終發現，Gross Profitability在所有質量因子中對於股票收益的預測能力最突出，並且和傳統的價值因子的相關性較低。

計算盈利趨勢因子。我們使用單季度Gross Profitability的數據來計算Gross Profitability的趨勢因子。趨勢因子為線性回歸中時間變量的敏感性，其中根據季度數據選取的不同，我們可以分別得到環比趨勢因子和同比趨勢因子。

趨勢因子的檢驗。我們對兩種趨勢因子進行了單因子排序、雙因子排序和橫截面回歸的檢驗。GP同比趨勢因子相比GP環比趨勢因子的表現更出色，其IC和Rank IC的均值分別達到3.36%和4.10%，勝率分別為73%和75%，多空月均收益達到1.16%。在控制常見因子進行雙因子排序時，兩種趨勢因子的分組收益依然保持著顯著的單調性，並且在橫截面回歸中依然保持較高的月均溢價和顯著性。因此，A股市場上常用的選股因子並不能解釋GP趨勢因子的超額收益。

行業分佈。從行業分佈來看，GP同比趨勢因子選股多頭比率最高的5個行業依次為房地產、醫藥、基礎化工、電力及公用事業和商貿零售，而空頭比率最高的5個行業依次為機械、房地產、基礎化工、醫藥和汽車。

與成長類因子的關係。GP同比趨勢因子從邏輯上與成長類因子相似，因此我們檢驗了GP同比趨勢因子和GP同比增長率的關係。經過檢驗，我們發現GP同比趨勢因子並不是GP同比增長率的一個變形，兩者的IC相關性僅在0.30左右。反而，GP同比趨勢因子與原Gross Profitability因子的IC相關係數超過0.70。

風險提示：模型誤設風險，因子有效性變動風險。

金融產品

公募基金的工具屬性評級系列專題（五）：工具屬性五星級之指數增強基金藍皮書

增強股票指數型基金五星級產品整體狀況：截止至2018年二季度末，市場上共有63只增強股票指數型基金，其中滿足成立日期和規模等評級要求的基金共有20只。從評級結果來看，獲得五星評級的產品有13只。

工具屬性五星級之指數增強產品介紹：1、富國三足鼎立。富國基金旗下滿足評級要求的三隻產品富國中證紅利、富國滬深300和富國中證500LOF均獲得了五星評級。2、易方達雙劍合璧。易方達基金旗下有兩隻增強股票指數型基金——易方達上證50和易方達滬深300量化，均獲得了五星評級。3、其他產品。

風險提示：本報告基於基金歷史數據進行的客觀分析點評，不構成任何投資建議。

大盤破位下跌，耐心等待企穩

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-8.90%，相對前一周（-8.74%）有所下降，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數再次跌破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（-0.88）小幅下降，一周均值為-0.95，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平0.95倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先升後降，週五為0.81，高於前一周（0.70），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57%，賺錢效應高於前一周（52%）。上證綜指和Wind全A五日平均換手率分別為0.45%和0.68%，處於2005年以來的17.7%和19%分位點。

從宏觀因子上看，1. 上周公佈的9月出口同比增速為14.5%，人民幣同比增速為17%，顯著高於前值和預期。2. 9月官方PMI和財新PMI均低於前值和預期。3. 10月初公佈的中國經濟政策不確定性指數（EPU）9月數值為655，高於8月的542，再創年內新高。2016年以來EPU指數與Wind全A指數月收益率序列的相關係數為-0.16，EPU指數的上升對市場造成壓力。4. 上周美元中間價突破6.9，創下年內新高，人民幣貶值壓力居高不下。

日曆效應上，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在十月的上漲概率為69%、69%、46%和75%，漲幅均值為1.69%、1.63%、-0.35%和3.65%，漲幅中位數為3.19%、2.55%、-0.59%和0.38%，滬深300表現好於中證500。

事件驅動上，1. 受10年期美債收益率快速上行影響，美股三大指數上周大跌，跌幅分別為4.19%、4.10%和3.74%，VIX指數上升至21.31。2. 證監會10月13日核發2家IPO批文，籌資金額9億元，下周將不召開IPO發審會。3. 上周流動性轉松，上交所七天回購利率下行210.5BP。

技術分析上，上證綜指日線級別出現頂分型後大幅回落，創下近四年新低。5分鐘級別底背離後有所反彈，更大級別上暫未出現背離跡象。

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。

行業研究

汽車與零配件：電池管理系統：汽車大腦，數據驅動

BMS重要性愈發凸顯，市場受益有限。電池管理系統（BMS）是新能源汽車動力電池系統的“大腦”，其主要作用是優化電池包工作性能、確保安全性及延長使用壽命。隨著補貼的退坡和價格壓力的傳導，BMS終端價格下行壓力較大，產業鏈上游半導體供應商受此影響較小，我們預計到2020年新能源汽車產銷將達到200萬輛，對應車用BMS市場規模25億元左右。

梯次利用成為下一個發力點，BMS技術亟待升級。隨著政策的變動與舊電池包退役潮臨近，一個巨大的梯次利用市場即將開啟，整車廠作為責任主體，將從中直接受益。BMS作為連接電池包車載一次利用與梯次利用的關鍵紐帶，其重要性將在該商業模式下逐漸凸顯。退役電池的特性為BMS帶來巨大挑戰，BMS需要能在電池模組全生命週期內進行關鍵數據存儲和主動式管理，因而BMS技術將由現有的“硬件+算法”的體系升級為“數據+主動式管理”的體系。

三足鼎立局面將延續，整車廠佔據優勢地位。BMS的市場在現階段呈現由整車企業、動力電池企業和專業BMS企業三雄爭霸的局面，電池廠和專業BMS廠商在現有技術體系下憑藉技術壁壘佔據主導地位，但隨著未來技術體系的升級以及技術的擴散，主動式管理技術壁壘將逐漸被打破，掌握數據的整車廠商以及與之深度綁定且具備數據處理與服務能力的專業BMS廠商將能夠佔據有利位置。

投資建議。對於BMS市場，我們建議關注兩個檔次：第一檔，最優，為BMS核心半導體器件供應商，包括MCU和採樣IC，其中MCU主要企業有英飛凌、恩智浦半導體等，採樣IC主要企業有亞德諾(ADI)（2016年收購凌特半導體）、德州儀器、美信集成產品等。第二檔，次之，為獨立的BMS供應商，其與整車廠聯合開發算法，負責硬件產品生產，國外主要企業有法可賽（Ficosa）等，國內主要企業有安徽貴博（2018年被科大國創[300520.SZ]收購）、科列技術[832432.OC]等。

風險提示。1. 新能源汽車市場發展不及預期；2. 國家政策退坡導致利潤下滑；3. 貿易戰導致核心芯片價格上漲，成本上升。

鋼鐵：四季度長強板弱格局將持續——鋼鐵行業三季報業績前瞻

我們認為非採暖季限產造成的供給壓縮是鋼價上行的原因，而需求格局的變化是造成三季度鋼價長強板弱的原因。三季度頻繁因空氣污染停限產，影響鋼材產量與高爐開工率，而鋼價與高爐開工率一般呈現較為明顯的負相關關係，我們認為三季度頻繁的非採暖季限產導致的供給壓縮是造成鋼價上漲的主要原因。總的來說鋼鐵下游需求中目前僅有地產開工數據較好，較有力的支撐了長材的價格，而製造業整體疲弱，使得板材等以製造業用鋼為主的鋼材價格增長較低，我們認為需求格局的變化是造成三季度鋼價長強板弱的主要原因。

盈利：鋼材模擬毛利出現分化，呈現長增板降格局。三季度螺紋、高線、熱軋板卷、冷軋板卷和中板的月均毛利分別為1120、1268、1067、679、1056元/噸，環比變化13.75%、15.38%、-6.83%、1.59%、-13.07%。根據毛利測算，我們預計以長材為主的鋼鐵企業三季度業績將好於板材為主企業，板長均衡鋼企業績增長介於兩者之間。

採暖季限產：採暖季限產正式政策有所放鬆，但我們預計總體力度不會弱於去年。解讀：①雖然總體指標針對徵求意見稿下調，但是環保要求同比去年仍舊更加嚴格，我們預計今年限產力度不會弱於去年。②取消“一刀切”的限產要求也並不意味著執行不嚴格，只是由總體統籌變為因城施策。③此次正式文件並未對下游施工做出停產停工要求，意味著今年採暖季下游需求將不會像去年一樣受到嚴格限制，將在一定程度上支撐鋼價。

展望：四季度鋼價與盈利預計高位波動，長材盈利好於板材。展望四季度，我們認為各地區限產情況複雜，且可能會根據外部環境變化而變化，需求端則會因為下游趕工期、“穩基建”政策帶來的邊際改善而堅挺，整體供需較為平衡，在目前低庫存的狀態下，鋼價與盈利預計都將在高位波動，其中預計長材價格相較板材價格會更加堅挺。

估值與個股：推薦位於南方、不受限產影響、生產長材為主企業。三季度預計部分鋼企業績可能再創新高，四季度基本面保持良好，盈利較為確定，預計板塊估值將繼續修復。細分板塊上更加看好以長材為主的鋼企，推薦工廠位於南方、不受限產影響的長材為主企業。

風險提示：宏觀經濟下行風險；對外貿易不確定性風險；限產力度低於預期風險。

宏觀

出口短期反彈，進口增速續降

①出口增速回升。9月我國以美元計價出口同比從8月的9.1%大幅回升至14.5%。9月美國、日本PMI保持大體平穩，而歐元區PMI延續回落趨勢。

②外需整體反彈。從國別和地區來看，9月我國對美國（14.0%）出口增速繼續回升，對歐盟（17.4%）、日本（14.3%）出口增速也大幅反彈。新興經濟中，對印度（20.0%）、香港（18.6%）、韓國（2.7%）出口增速均明顯回升，對東盟（14.1%）出口增速略降。9月下旬美國開始對來自中國的2000億美元商品加征10%的關稅，到19年1月稅率將提至25%，因而當前搶出口衝動仍在。

③進口增速續降。9月我國進口同比增速從8月的19.9%繼續降至14.3%，印證9月國內生產、需求仍弱。從數量看，9月我國進口鐵礦石（-9.1%）、原油（0.5%）、集成電路（7.5%）和大豆（-1.2%）增速下降，進口銅（21.2%）增速回升；從金額看，進口鐵礦石（-8.8%）、原油（46.6%）同比明顯回落。

④順差規模回升。9月出口回升、進口續降，貿易順差回升至316.9億美元，較去年同期擴大43億美元。而從人民幣計價數據看，9月出口（17.0%）增速大幅反彈，進口（17.4%）增速小幅回落，貿易順差擴大至2132億元人民幣，但整個3季度貿易順差較去年同期仍下降了27%，淨出口大概率繼續拖累經濟增速。

策略

美股如牛轉熊對A股有何影響？

核心結論：①目前美國宏觀背景與歷史上美股牛轉熊時有些類似，美股估值處於歷史高位，企業盈利增速如放緩，高處不勝寒的風險將暴露。②短期而言，美股快速急跌影響A股情緒，中期美股如牛轉熊，全球資產配置利於估值盈利匹配度更好的A股，且美股走弱利於緩和中美關係。③A股中期仍是反復築底的格局，絕對收益投資者繼續等待右側，相對收益投資者優化結構，風格上堅持龍頭策略，行業上消費銀行優先。

美股有可能出現牛轉熊的拐點。宏觀背景看，回顧前三次美股牛轉熊拐點（1973年、2000年、2007年）前後的宏觀背景，我們發現均出現了經濟增速回落、通脹高企的現象，而此時往往美聯儲開啟加息週期。目前美國宏觀背景，美國經濟從2016年中開始復蘇，實際GDP觸底回升至2018年中的2.9%，美國核心CPI已從17年底的1.8%上升到目前的2.2%，聯邦基礎利率從15年底的0.1%上升到目前的2.2%，美國10年期國債利率從16年中的1.5%觸底回升至當前的3.2%，反映了投資者對未來通脹上升的擔憂。微觀角度看，美股估值處於高位，企業盈利增速如放緩，高處不勝寒的風險將暴露。估值方面，目前標普500指數PE（TTM）為21.1倍，處於1954年以來79.5%的分位，高於2007年的56.7%而接近1973年的88.5%。微觀企業盈利來看，美股本輪盈利改善始於16年，主要受益於特朗普推進基建及減稅新政，標普500EPS同比增速由2016Q1的-4%上升到2018 Q2的19%。進入2019年後，特朗普減稅政策邊際效應遞減，貿易戰影響企業出口，疊加美聯儲加息抬升企業的融資成本，目前較高的利潤增速恐難持續。

美股下跌對A股的影響。短期而言，美股快速急跌影響A股情緒。為何美股跌會影響A股？主要原因是2016年以來外資已成為A股主要增量資金。10月初至今美股標普500指數累計下跌6.4%，上證綜指國慶節後開盤至今累計下跌7.6%，北上資金10月以來合計淨流出170億。此外，目前中美貿易戰仍具備較大不確定性，人民幣兌美元破6.9，疊加國內降准，美國十年期國債收益率升至3.1%，引發市場擔憂人民幣繼續貶值，多重因素影響A股投資者情緒。中期而言，如美股轉熊對A股未必是壞事。A股估值目前處於歷史低位，如果美股牛轉熊，全球資產配置角度，估值盈利匹配度更好的A股吸引力在上升。此外若美股走弱，美國經濟必將受到影響，這有助於緩和中美關係。

應對策略：行穩致遠。短期無需恐慌，中期反復築底。短期來看，A股受美股大跌影響，情緒修復還有一個過程，也無需恐慌，畢竟A股估值已經很低。短期國內政策面偏暖格局未變。中期而言市場處於第五輪週期底部，市場現正處於反復築底階段，中期反復築底的右側需等待兩個因素明朗：第一，確認盈利回落幅度到底多大。第二，資金面轉折需等去杠杆出現拐點。絕對收益者可以等待

右側信號明朗化，相對收益者無需進一步降低股票配置，重點是優化持倉結構。風格上堅持龍頭策略，行業上消費銀行優先。

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。

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。