

2018年11月9日

財富管理-投資策略

金融工程

選股因子系列（四十二）——因子失效預警：因子擁擠

近年來，隨著因子投資的興起，因子擁擠（Factor Crowding）也逐漸受到投資者的關注。因子擁擠是指由於跟蹤或者投資某一因子的資金過多而使得該因子的收益性或者收益穩定性下降的現象。由於這一現象的存在，度量因子擁擠度就顯得至關重要。本篇報告借鑒了海外文獻中的相關思路，對於部分因子擁擠度指標在A股市場的效果進行了全面回測。

可使用交易數據構建指標度量因子擁擠度。海外相關研究在度量因子擁擠度時主要有基於持倉和基於交易數據兩種方式。兩種方式各有利弊，基於持倉的擁擠度指標具有更強的邏輯，更能夠直接反應有多少資金在追捧相關因子，但是持倉數據公佈較為滯後且並不全面；基於交易數據構建的擁擠度指標具有更強的時效性，數據質量較好，但是相關指標僅能間接反映相關因子的擁擠程度。考慮到數據質量問題，本文重點分析了基於交易數據構建的擁擠度指標的擇時效果。

因子擁擠度在中長期上與因子未來收益負相關。可對於常見因子構建擁擠度並檢驗因子擁擠度與因子未來6個月、12個月、18個月以及24個月的收益之間的相關性。檢驗結果顯示，大部分因子的擁擠度與未來因子收益負相關。

因子擁擠度與因子未來收益波動之間的正相關性並不明顯。雖然海外文獻發現因子擁擠度與未來因子收益波動正相關，但是A股回測結果顯示，僅有部分因子的擁擠度與未來因子收益波動正相關。複合擁擠度效果更加穩健。經過簡單複合的因子擁擠度更加穩健，與大部分常用因子未來收益負相關。但是僅與部分因子的未來收益波動正相關。若使用1以及-1作為因子擁擠與否的劃分閾值，在因子進入高擁擠狀態後，因子往往會出現收益的減弱甚至回撤，而在因子進入低擁擠狀態後，因子往往具有較高的收益空間。

風險提示。市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對策略表現產生較大影響。

行業研究

汽車與零配件：汽車三季報總結：行業需求疲軟，估值處於低位

2018年Q1-Q3汽車銷量同比+1.49%，盈利水平下滑明顯。根據國家統計局披露，汽車製造業2018前三季度實現營業總收入59881億元人民幣，同比-4.05%；全行業實現利潤總額4518億元，同比-10.17%；行業淨利率7.62%，三費費率合計約8.23%，均基本保持穩定。

傳統板塊表現均明顯走弱，乘用車、零部件、重卡板塊增幅放緩，客車持續下行，經銷商板塊受銷量下行直接傳導，而新能源汽車高增長持續。乘用車子板塊18Q1-3營收+8.7%，淨利同比+0.4%，淨利率有所下滑，費用率略有提升。零部件板塊18Q1-3營收+12%，淨利+18%，毛利率下滑，費用率提升。卡車子板塊，銷量增幅不斷放緩，18Q1-3營收+2%，淨利+21%，毛利率下行，但受成本管控改善影響，淨利率有所提升。客車子板塊18Q1-3營收+2%，淨利-51%，新能源客車補貼大幅削減，顯著影響訂單和排產。經銷商子板塊18Q1-3營收-5%、淨利-11%。新能源汽車18Q1-3銷量+81%，營收+26%、淨利+4%，毛利率、淨利率下滑顯著，我們預計Q4景氣度將有所上行，長期來看行業分化加劇，低端產能逐步退出。

2018年Q1-Q3汽車板塊行情普遍薄弱，各子板塊處於近幾年估值低位。整車層面，Q2傳統淡季結束後，傳統“金九”旺季並未如期開啟，汽車市場需求疲軟。前期大盤大跌以後，9月整車板塊估值小幅修復。我們認為Q4汽車銷量下滑是大概率事件，整車板塊估值水平繼續修復力度小；客車、卡車、零部件、經銷商等板塊估值均處於2016年以來歷史低位。

投資建議。行業小年追求確定性和差異化。確定性整車建議關注低估值高分紅品種，確定性零部件建議關注產品升級市場擴張的優質零部件龍頭，差異化建議關注新能源汽車及汽車半導體等優質細分板塊龍頭。

行業景氣小年，關注確定性。整車銷量增速明顯放緩，關注強勢龍頭明顯逆勢份額擴張的低估值高分紅龍頭，包括上汽集團、廣汽集團H、吉利汽車等。優質零部件公司憑藉進口替代和產業升級，將降低下游整車銷量波動的影響，建議關注行業小年通過產品升級市場擴張、具有細分行業紅利、長期成長確定性較高的低估值零部件龍頭，包括福耀玻璃、華域汽車、星宇股份、精鍛科技、德賽西威等。

(2) 電氣化、智能化、網聯化是未來汽車行業最大變革。2020年隨著大眾MEB平臺、通用BEV平臺的導入，國內新能源汽車市場競爭加劇。我們認為國內新能源汽車企業的競爭主場集中在經濟型純電動汽車領域，有望憑藉綜合成本優勢逐步“蠶食”同價位燃油車市場，市場空間廣闊，建議關注比亞迪。零部件層面，未來新能源化和智能化核心競爭體現在動力電池和汽車半導體（傳感器、功率器件、控制器等）兩大領域，建議關注寧德時代、得潤電子等。

風險提示。整車銷量低於預期的風險；新能源汽車政策變化的風險；原材料價格大幅波動風險；匯率大幅波動風險。

建築：建築行業三季報總結：行業增速放緩，龍頭穩定性突顯

三季度行業單季收入環比回落，全年業績增速難有大幅改善。今年前三季度行業收入同比增速9.00%，較2017年同期下降0.32個百分點，小幅放緩。分季度看，行業Q3單季收入同比增速為5.74%，環比回落2.94個百分點。分板塊看，除了專業工程，各子板塊收入增速都有明顯下降，尤其園林、設計板塊。截至今年三季度末，建築行業預收款同比下降48.30%，增速由正轉為負值；預付款項同比下滑-0.49%，體現行業經營活躍性下降。

投資類項目進入執行期是行業盈利水平提高主因。行業毛利率由2017年同期的11.05%上升至11.74%，同比提升0.69個百分點，大建築央企普遍上升，可能與高毛利率的投資類項目進入執行期有關。行業期間費用率為6.23%，同比上升0.44個百分點。資產和信用減值損失占收入的比例為0.46%，基本穩定。行業投資收益占利潤總額的比例為6.59%，同比下降0.4個百分點。整體來看，行業銷售淨利率為3.76%，同比提升0.15個百分點，主要是毛利率提升所致。八大建築央企整體淨利率小幅上升，同時負債率下降。

行業現金流同比惡化，主要是付現比升幅高於收現比：分板塊來看，經營性現金流惡化的板塊：園林，傳統路橋板塊由於付現比提升幅度高於收現比；設計板塊由於付現比提高同時收現比大幅下降。現金流好轉的板塊：水利工程板塊收現比提升幅度高於付現比；鋼結構板塊由於收現比大幅提高同時付現比下降；專業工程板付現比下降幅度超過收現比；裝飾板塊的收現比下降幅度超過付現比下降幅度，但是現金流仍有所好轉，主要是神州長城經營現金流由負轉正。

民企PPP項目融資落地有所承壓，央企相對穩定。從民企對SPV項目公司股權投資來看，東方園林、鐵漢生態、嶺南股份、美尚生態、東珠景觀仍保持高速增長。SPV公司融資落地情況來看，部分公司長期借款增速較2017年三季度下降較多。大建築央企投融資項目較為穩定。

投資建議。綜上，行業盈利水平小幅提升，主要是毛利率提升所致；八大建築央企來看，整體收入增速同比放緩，但淨利率提升，同時資產負債率有所下降；隨著基建穩增長政策逐步傳導，四季度建築央企收入增速有望改善。此外，三季度民企對PPP項目股權投資仍在提升，但在長期應收款的確認上以及項目貸款落地方面同比明顯放緩；而央企受影響較小，仍在提速。我們認為，信貸有望接替“政策態度”成為基建接下來的主導邏輯，我們認為政策態度更為積極，目前的現實條件約束下，專項債對基建資金面的改善有望帶動基建增速邊際改善，但幅度不大，目前建議關注基建短板領域的充分受益者中國中鐵、中國鐵建、中國交建、中國建築、四川路橋，除此之外關注消費屬性日益突出、業績持續改善的家裝龍頭金螳螂和東易日盛。

風險提示：投資增速加速下行；PPP項目推進不達預期等。

宏觀

進出口均反彈，順差規模回升

出口繼續回升。10月我國以美元計價出口同比繼續上升至15.6%。10月美國PMI高位略降，日本PMI小幅回升，歐元區PMI繼續回落。

發達國家略降，新興市場改善。從國別和地區來看，10月我國對美國（13.2%）、歐盟（14.6%）、日本（7.9%）出口增速均較9月小幅回落。新興經濟體中，除對東盟（13.7%）出口增速略降外，對印度（24.2%）、中國香港（23.6%）、韓國（7.7%）出口增速都有反彈。

進口同比大增。10月我國進口同比從9月的14.5%大增至21.4%。從數量看，10月國內鋼鐵庫存去化提速，而去年同期基數偏低，10月我國進口鐵礦石（11.2%）、銅（28.2%）、原油（31.5%）同比均大幅增加，10月進口大豆（18.1%）數量也因低基數而高增，但絕對規模繼續下降；從金額看，10月進口原油（89%）和鐵礦石（11.7%）同比大幅提升。

順差規模回升，但廣交會數據不佳。10月貿易順差繼續回升到340.2億美元。從人民幣計價數據看，匯率貶值因素推動10月出口（20.1%）和進口（26.3%）增速繼續改善，順差2336億元人民幣，連續兩個月擴大。但今年秋季廣交會數據不佳，成交額同比下降1%，其中對美成交同比降30.3%，對日成交同比增74.4%，結合10月我國新出口訂單PMI降至46.9%來看，搶出口擾動後續減退後，明年上半年出口或仍有壓力。

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。