

知几资产 2018 年半年度产品运作报告

一、知几资产的产品运作状况

1、主要产品的净值与数据分析

主要产品上半年净值数据

| 名称 | 收益率 | 净值 | 净值 | 净值 | 最大回撤 |
|---------------------|--------|------------|------------|-------|--------|
| | 今年 | 2018/06/30 | 2017/12/31 | 年最高 | 今年 |
| 知几灵活配置 1 期 | 18.77% | 1.642 | 1.382 | 1.730 | 14.62% |
| 知几灵活配置 2 期 | 0.68% | 1.597 | 1.586 | 1.645 | 10.61% |
| 知几灵活配置 3 期 | -0.07% | 1.359 | 1.360 | 1.405 | 10.91% |
| 知几多策略 1 期 | -0.30% | 1.334 | 1.338 | 1.408 | 10.37% |
| 知几专享 1 期 | -0.51% | 1.165 | 1.171 | 1.208 | 10.87% |
| 恒远知几 1 期 | -1.42% | 1.033 | 1.047 | 1.109 | 10.50% |
| 恒远知几 2 期 | -1.38% | 1.010 | 1.024 | 1.084 | 10.40% |
| 知几扬帆 2 号 | 0.81% | 0.992 | 0.984 | 1.025 | 9.61% |
| 中信 53 号 (知几) 尊享 1 期 | 1.33% | 1.003 | 0.990 | 1.039 | 9.44% |
| 知几专享 2 期 | -0.80% | 0.994 | 1.002 | 1.016 | 2.99% |
| 知几扬帆 3 号 | -0.55% | 0.996 | 1.002 | 1.039 | 7.21% |

如上表所示，2018 年上半年，知几资产管理有限公司旗下产品实现平稳运行。截止 2018 年 6 月 30 日，产品平均收益率为 1.51%。而同期内，A 股市场震荡下跌趋势明显，基准指标沪深 300 指数从年初的 4030.85 点跌落到 3510.98 点，变动幅度为-12.90%。在 2018 年上半年度，知几资产管理产品收益率显著

高于市场指数回报率。此外，在风险控制上，公司管理产品也远超指数表现，同期最大回撤平均值为 9.77%，相对应地，沪深 300 指数最大回撤为 22.01%。知几资产优异的主动管理能力在其产品的净值变动上得到了全面的展现。

知几产品与股票型公募基金对比

| 名称 | 收益率 (今年) | 最大回撤 (今年) | 夏普比率-年化 | 詹森指数-年化 | 特雷诺比率-年化 |
|------------------------|-------------|--------------|---------|---------|----------|
| 知几灵活配置 1 期 | 18.77% | 14.62% | 1.156 | 63.070 | 40.710 |
| 知几灵活配置 2 期 | 0.68% | 10.61% | -0.026 | 19.537 | -0.597 |
| 知几灵活配置 3 期 | -0.07% | 10.91% | -0.120 | 18.889 | -2.732 |
| 知几多策略 1 期 | -0.30% | 10.37% | -0.200 | 15.965 | -4.218 |
| 知几专享 1 期 | -0.51% | 10.87% | -0.189 | 17.215 | -4.179 |
| 恒远知几 1 期 | -1.42% | 10.50% | -0.380 | 12.788 | -8.235 |
| 恒远知几 2 期 | -1.38% | 10.40% | -0.372 | 13.015 | -8.013 |
| 知几扬帆 2 号 | 0.81% | 9.61% | -0.017 | 17.729 | -0.410 |
| 中信 53 号 (知几) 尊享 1 期 | 1.33% | 9.44% | 0.161 | 19.506 | 3.784 |
| 知几专享 2 期 | -0.80% | 2.99% | -1.291 | 0.214 | -27.894 |
| 知几扬帆 3 号 | -0.55% | 7.21% | -0.270 | 12.890 | -6.017 |
| 知几产品平均值 | 1.51% | 9.77% | -0.141 | 19.165 | -1.618 |
| 股票型公募基金-平 均值 | -9.06% | 20.80% | -0.604 | 6.520 | -25.087 |
| 股票型公募基金-中 位数 | -11.54% | 19.99% | -1.305 | 3.650 | -27.685 |

如上表所示，2018 年上半年，中国股票型公募基金受市场整体调整影响较大，平均收益率为-9.06%，收益率中位数为-11.54%；最大回撤的平均值为

20.80%，最大回撤的中位数 19.99%。不管是从净值变化还是回撤控制的角度上来比对，主要产品的表现都远优于国内股票型公募基金。

对比主动管理能力，2018 年上半年，知几资产所管理产品的夏普比率（Sharpe Ratio）平均值为-0.141，詹森指数（Jensen's Alpha）平均值为 19.165，特雷诺比率（Treyner Performance Measure）平均值为-1.618，对比同期的股票型公募基金的夏普比率、詹森指数、特雷诺比率平均值为-0.604、6.520、-25.087；其夏普比率、詹森指数、特雷诺比率的中位数分别是-1.305、3.650、-27.685。主要产品的主动管理能力胜过市场上股票型公募基金的平均水平¹。

2、持仓概况

在 2017 年年末的基金运作报告中，我们曾提到：“选择长时间持有，享受企业所带来的业绩回报。我们一直持有的股票，如白酒、交运、旅游等行业”。同时，我们还提到：“从中期来看，我们倾向于选择几个方面：消费白马（白酒、家电、家居）、低市盈率的重估（金融、地产、周期龙头）、科技白马（消费电子、安防、互联网）。对于这些行业，整体上是偏均衡配置的思路”。

服务行业+大消费行业一直是知几持仓最大比例的板块，持仓比例基本维持在 25%~35%之间。只是，去年年末运行报告中提到的知几一直重点持有的几个行业，在应对市场变化的过程中对行业配比进行了一些微调。我们将酿酒板块的持仓比例做了下调，平均持仓比例在 2%~4%之间。2018 年上半年，知几资产

¹ 以上绩效指标皆为年化后数据。

旗下产品的持仓采用行业均衡配置的策略。截止 6 月 30 日，主要产品的仓位位于 40%~55%之间，主要持仓板块为社会服务业（10%）、机械行业（8%）和交通运输行业（8%）。周期股是知几比较擅长的板块，主要配置的子板块包括工程机械、煤炭和有色金属。在配置比例上，周期行业整体保持 10%左右，最高不超过 20%的比例，倾向于在周期行业中多运用行业轮动策略和择时策略。我们在上半年逐渐观察到地产和科技行业的景气度和市场偏好如年初所预料的出现阶段性的提升，我们也将这两个行业作为非核心行业进行阶段性的配置，配置比例在 3%~8%之间。在报告期内，知几资产旗下产品通过跨行业配置有效地分散了风险，而知几资产优异的选股能力为其产品超额收益的获取奠定了坚实的基础。

在 2017 年年末的基金运作报告中，我们曾提到：“在没有系统性风险的判断前提下，净值回落在-3%以内，将视市场情况维持在 50%-80%的仓位策略。”从 2018 年上半年的产品整体运营情况来看，除了在 2 月中旬市场经历一波急跌后，我们为了积极参与反弹，在 2 月末将各产品整体仓位上移至 85%以上，并在 3 月中旬将仓位快速下降至我们设定的区间内。从 6 月中旬开始，随着中美贸易战加剧以及国内去杠杆带来的违约问题逐步暴露，我们认为市场系统性风险爆发的概率在加剧。在此背景下，我们在 6 月末将整体仓位下降至 50%以下。除此之外，其余每月月末，知几产品的整体仓位都保持在 55%~65%之间，符合我们保持仓位适中的整体策略。

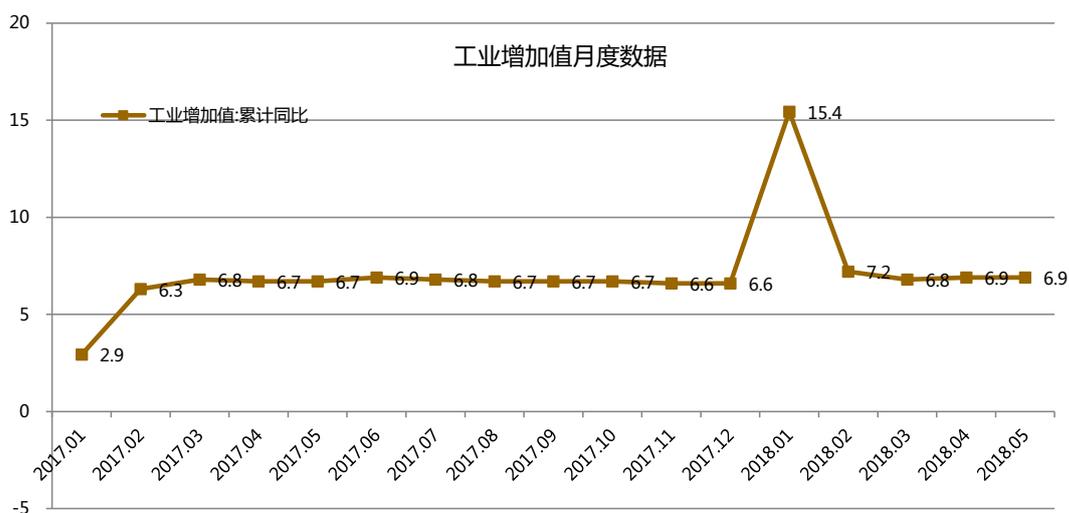
二、宏观经济与上市公司的数据回顾

1、宏观经济数据

上半年宏观经济数据总体运行平稳，明显优于年初悲观预期。数据表现最强势的是工业增速，主要原因是统计样本的改变，经历供给侧去产能后，部分的原有规模以上工业企业不再进入统计，因此留下来较为强大的企业使得数据更好看了，实际上整体的真实数据应该是相对偏弱的，而消费、投资等数据是大幅低于预期的。

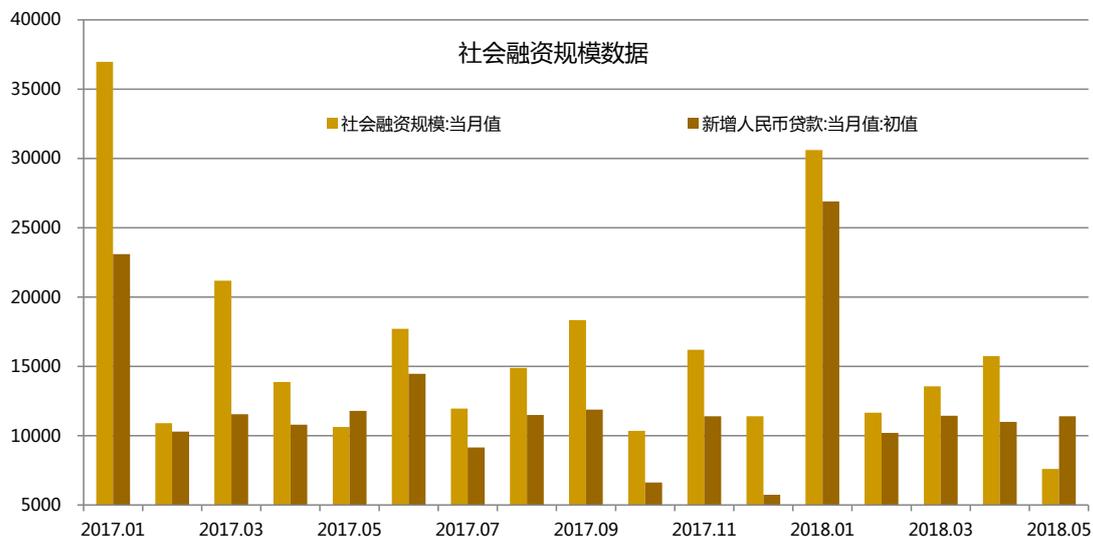
1.1. 工业增加值：增速稳中略降

1-5 月规模以上工业增加值同比增速 6.9%，高于去年年度增速 6.6%，基本稳定在 7% 左右。其中 5 月同比增速 6.8%，较 4 月微幅回落 0.2 个百分点，低于市场预期的 7%。制造业和采矿业是造成月度数据波动的主要原因，而值得关注的是新产业增加值保持高增长，5 月高技术产业和装备制造业增速分别为 12.3% 和 9.4%，明显快于工业整体。



1.2. 社融：实体经济资金面持续恶化

5月新增人民币贷款同比小幅多增400亿元，保持平稳。但是，信贷平稳增长无法弥补表外融资剧烈收缩对实体经济资金面的冲击。表外融资收缩造成实体融资趋紧，年初以来委托贷款、信托贷款和未承兑汇票融资累计收缩2.8万亿元。地方政府债务核查和监管强化背景下，社融剧烈收缩，实体经济融资明显趋紧，融资回落势必会对经济构成压力，这种压力在下半年体现的会更为明显。

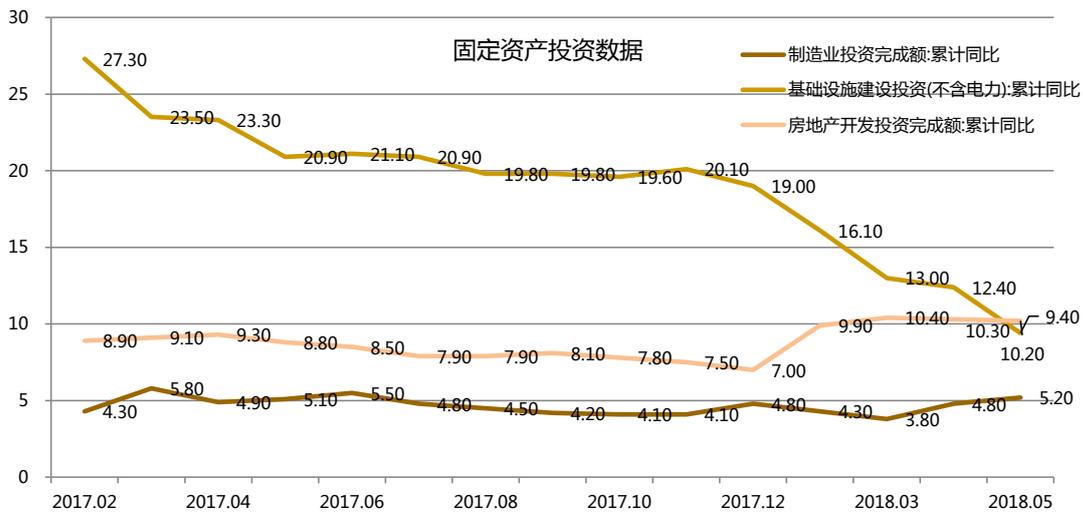


1.3. 投资：5月固定资产投资增速大幅低于预期

1-5月全国固定资产投资同比增速下滑至6.1%，其中5月单月增速3.9%，创17年以来新低。三大类投资中，

- 1-5月制造业投资增速为5.2%，尽管工业利润增速大幅回升带动今年制造业投资有所回升，但是受累于企业融资增速下滑，制造业投资增速依然低位徘徊。
- 1-5月基建投资增速回落至9.4%，是投资下滑的主要拖累，这和地方财政压力（清理PPP项目、举债融资受限）有关。

- 1-5 月房地产投资同比增速 10.2%，房地产投资持续高增长，成为投资的中流砥柱。但如果把土地购置费（财政部公布 1-5 月份国有土地使用权出让收入 22251 亿元,同比增长 45.9%）剔除，则剩余部分房地产开发投资增速为-1.5%。



1.4. 消费与通胀：消费新低，通胀压力不大

5 月 PPI 同比 4.1%，较前值出现回升，主要是国际原油价格上涨推动石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业等价格上涨，以及低基数原因。5 月 CPI 同比 1.8%，持平前值，处低位水平，主要受食品价格走低，尤其是猪肉价格低迷影响。

5 月社会消费品零售总额名义增速 8.5%，实际增速 6.8%，均创下 04 年以来的新低。限额以上零售增速 5.5%，更是创下 11 年以来的新低。一是食品服装等必需消费普遍下滑，反映居民举债买房透支购买力、抑制消费。二是可选消费好坏参半，地产相关的家电、家具、建材类增速涨多跌少，但汽车拖累显著。三是网上零售依旧高增，1-5 月实物商品网上零售额同比增速 30%，远高于社会

消费品整体增速。



1.5. 进出口和外汇：贸易顺差收窄，外汇储备新低

中国 5 月出口（以人民币计）同比增长 3.2%，进口增长 15.6%，贸易顺差继续收窄，主要是进口扩大，但注意到中美 5 月贸易顺差为 2018 年以来最高值，在贸易战还未正式开始的情况下，企业在抓紧时间出口。中国 5 月外汇储备 31106.2 亿美元，创七个月新低，环比下降 142 亿美元，连续第二个月下降。

2、主要行业数据

2.1. 电力：电力需求持续高涨

1-5 月全社会用电量 26628 亿千瓦时，同比增长 9.8%。除城乡居民用电环比有所下降（-6.74%）外，第一产业（7.1%）、第二产业（9.0%）和第三产业（3.4%）环比增速明显。分行业看，钢铁、有色、化工、建材四大行业用电量同比增长 7.5%，占社会用电量 29.5%，略有下降；高新技术行业用电增幅较大，其中软件服务同比增加 100.33%。

2.2. 地产：地产销量增速反弹，购地和新开工回升

一方面，5月全国商品房销售面积同比增速8%，较4月回升转正。另一方面，地产销售反弹令销售回款改善，并进一步带动房地产开发企业到位资金增速回升，而土地购置面积增速和新开工面积增速也相应回升。5月土地购置增速大幅回升转正至13.5%，新开工增速也大幅回升至20.5%。

2.3. 钢铁：产量不断创新高、钢价区间下滑

1-5月全国粗钢产量36986万吨，同比增长5.4%。其中5月份日均粗钢产量再创历史最高。虽然基建投资出现萎缩，汽车受政策影响表现不佳，不过房地产行业表现强势，房屋开工面积继续提速表明其对钢材的需求面较去年有所好转。截至6月底社会库存总计1025.28万吨，月环比下降50.10万吨，目前建筑类钢材库存处于历史较低区间。当前整体钢材价格基本与2017年3季度相近，价格虽有较大的反复，但2018年整体钢材市场仍略有下滑。享受供需紧平衡及矿石成本端红利，钢铁行业盈利仍处高位，螺纹钢2季度毛利环比1季度增加255元/吨，其他钢材利润环比也均有增加。

3、上市公司业绩回顾

3.1. 2017年A股盈利增长18.05%，18年一季度增长14.33%

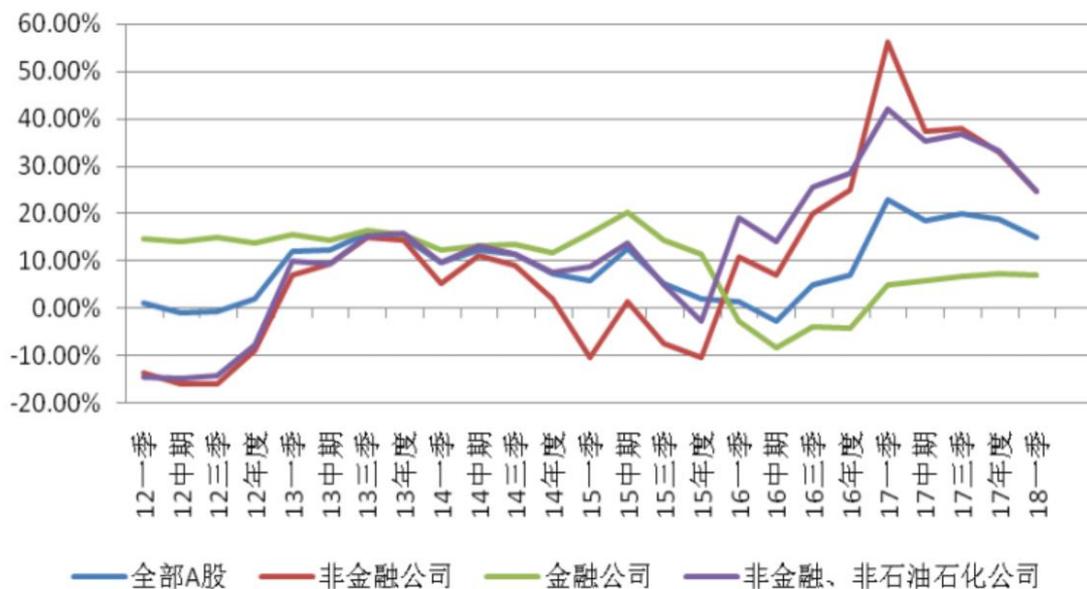
全部A股上市公司2017年年度净利润合计为3.37万亿元，同比增长18.05%，2018年一季度上市公司净利润9318亿元，同比增长14.33%。整体上看，上市公司经营状况依然良好，业绩增速表现较好，基本符合预期，一季度增速略有放缓，其中金融业增速在一季度略有下滑，而非金融公司净利润增速也

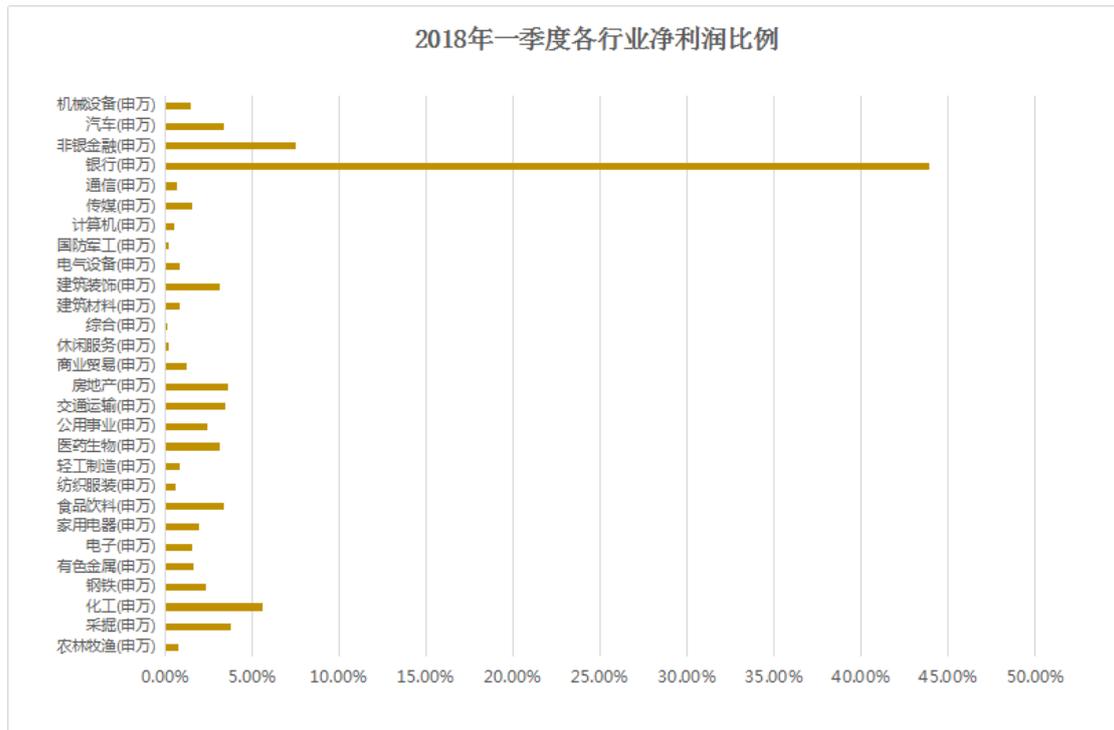
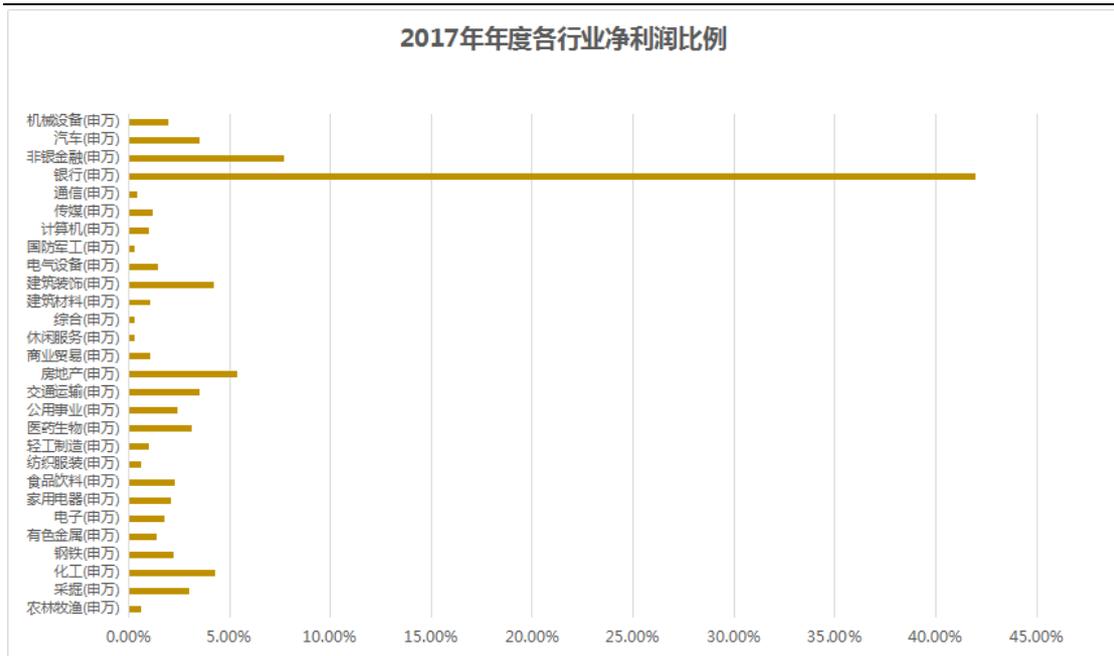
出现一定幅度回落，但仍保持在 20%以上增速。

具体来看，占据 A 市场利润半壁江山的依然是金融行业，其 2017 年的净利润增速为 7.36% ,2018 年一季度业绩增速为 6.96% ,略有回落。而剔除金融、石油石化等行业后，非金融石油石化上市公司 2017 年净利润增速为 33.07% ，2018 年一季度增长 24.44%。

从行业利润分布看，从 2017 年全年来看，银行业的净利润高达 1.3 万亿，占据全部 A 股净利润的 41.93%，非银金融占比为 7.67%，随后是地产、化工、建筑装饰和汽车等等。

上市公司归属母公司股东净利润增速情况





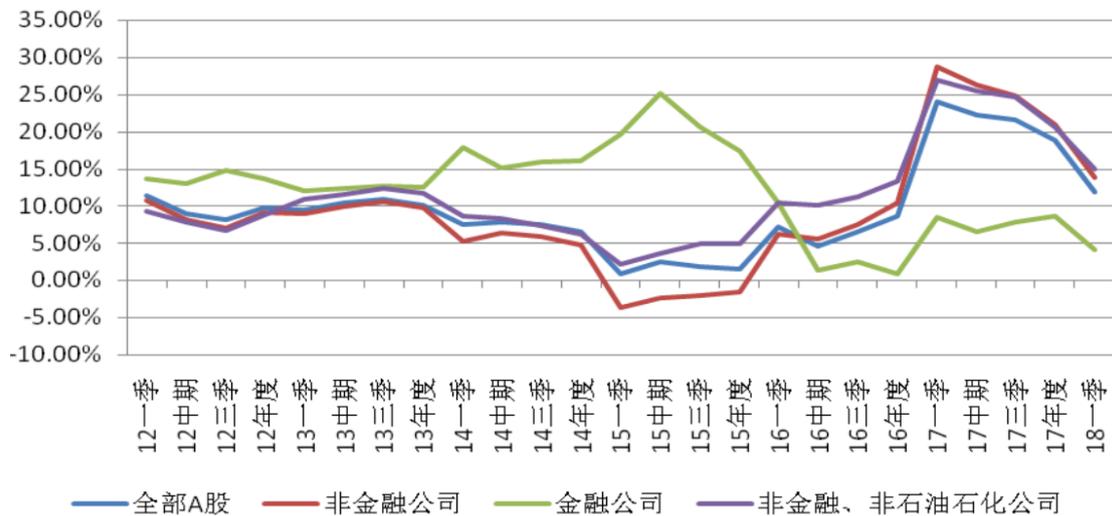
2017 年全部上市公司营业收入同比增长 18.75%，较三季度回落 2.8%。

2018 年一季度营业收入增长 11.83%，增速有所回落。金融业 2017 年营收增

长 8.61%，2018 年一季度营收增长 3.99%；非金融类上市公司 2017 年营收

增长 20.93%，2018 年一季度营收增长 13.89%。

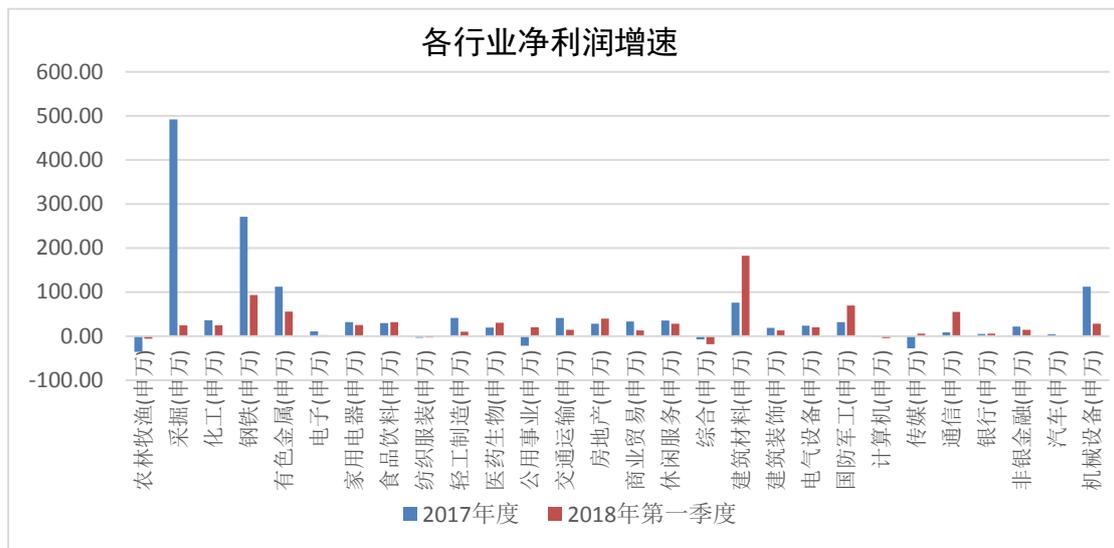
上市公司营业收入增速



3.2. 分板块的利润情况

中小板和创业板 2017 年净利润增长分别为 21.83%和-13.87%，而 2018 年一季度净利润增速分别为 18.91%和 31.24%，可以看到，创业板在 2017 年出现明显下滑，呈现负增长态势，这与个别公司大幅亏损有关。2017 年中小企业经营压力逐步加大，随着货币政策的适度放松，如定向降准、下调存款准备金率等等，使得中小企业经营状况有所改善，创业板盈利也迎来适度缓和格局。

2017 年采掘、钢铁、有色、机械等行业由于基数等因素影响，净利润增速均较快，超过 100%。除此之外，化工、家电、食品饮料、轻工、地产、商贸、交运、建筑等行业也都有 30%以上增速。而在 2018 年一季度，采掘、钢铁、有色、机械等行业增速相比于 2017 年增速有明显下滑。另外，建筑材料、有色金属、通信、食品饮料、医药生物、房地产等行业增速较快。整体而言，全部 A 股净利润增速仍保持较快增长态势。



3.3. 上市公司的主要财务指标

从 A 股整体毛利率水平来看，全部 A 股 2017 毛利率为 19.83%，较三季度有所回升。2018 年一季度毛利率为 20.16%，继续小幅攀升。分行业来看，2017 年食品饮料、医药生物、建筑材料、休闲服务、计算机、传媒、纺织服装等行业维持超过 25% 以上的较高毛利率。而从 2018 年一季度来看，依然是这些行业毛利率保持较好态势，出现明显回升的主要有食品饮料、休闲服务、医药生物、房地产等。而毛利率出现回落的主要有公用事业、计算机、军工、轻工、机械设备等行业。

从净资产收益率看，A 股整体 2017 年净资产收益率为 3.25%，而 2018 年一季度净资产收益率为 1.61%。其中家用电器、食品饮料、银行、建材、建筑、钢铁、轻工、医药、房地产等行业在 2017 年的净资产收益率相对较高，超过 10%。而从 2018 年一季度的情况来看，化工、钢铁、医药等行业的净资产收益

率较去年同期有所提升，而纺织服装、电子、汽车、非银金融则有所回落。

三、宏观经济与上市公司的展望

1、宏观数据的展望

政策微调，基建企稳。在外部环境不确定性明显增加、国内基建投资大幅萎缩的背景下，国内政策开始出现微调，如强调扩大内需与调结构相结合、降准、财政加快支出等。财政支出节奏加快，尽快形成实物量，基建 2018 年下半年有望在低位企稳，而地产投资难续上半年高增长。土地购置费同比增长 66.9%，而建安工程同比下降 1.7%，前者位于历史最高水平，后者位于历史最低水平，这意味着地产投资的乘数效应进一步下降，地产投资增速高低对 GDP 增速影响进一步减弱。

贸易战持久化，出口料回落。美国在经贸关系上与中、俄、欧多个国家和地区发生摩擦，这种博弈将是一个常态化和持久化的过程，这或将影响全球经济复苏进程，进而拖累我国出口贸易。

CPI 维持 2%附近震荡。我们预计 PPI 在二季度阶段性反弹后会再次下行并拖累核心 CPI，猪肉价格触底反弹支撑非核心 CPI，下半年 CPI 将在 2%附近窄幅波动。

融资成本将出现系统性上升。随着实体部门去杠杆，特别是国有企业和地方政府去杠杆，中国的信用风险正在逐步重估。随着这政府为企业提供的隐性担保的逐步撤出，这种信用风险重估会使国内大多数非金融企业的融资成本出现系统性上升。

美元走强将给新兴市场汇率和市场带来压力。在美国强势的贸易政策以及年内 4 次加息预期背景下，下半年美元有望继续走强，进而冲击新兴市场汇率和市场表现。

2、上市公司业绩展望

从 2017 年年报以及 2018 年一季报业绩的披露情况来看，2017 年上市公司继续保持快速增长趋势，增速达到 21.35%，而 2018 年一季度业绩增长 16.86%，总体增速仍较快，显示出上市公司业绩经营态势保持良好。我们从上市公司毛利率等数据来看，也基本与净利润增速保持一致。可以看到，随着国内经济平稳运行趋势，以及政策面稳增长政策的逐步推进，上市公司业绩增速态势良好。2018 年经济运行总体平稳，使得上市公司的经营态势有望得以延续，预计有望继续保持 10%以上的业绩增速。

截至 2018 年 6 月底两市共有约 1211 家公司发布 2018 年中报业绩预告，约有 501 家公司预增预盈，占比 41.37%。从行业来看，2018 年上半年预增较多的个股多集中在消费、医药、地产、计算机、软件等等行业，而业绩出现亏损的个股主要集中在机械、计算机硬件、材料等行业。

四、股票市场策略的回顾与展望

2018 年上半年 A 股的跌势超出了多数投资者的预期。在经历了年初的短暂上涨后，2 月 A 股市场受到美股下跌的影响，波动剧烈；4 月以来，债券违约、股权质押平仓以及贸易摩擦等一系列金融与政治风险逐步释放，市场也在对这些风险因素进行重估和调整。截止 6 月底，上证指数收跌-13.9%，深证成指-15.04%，

创业板指-8.33%，上证 50 收跌-13.3%，几乎所有指数均为负值。分行业来看，仅必选消费实现了正收益，休闲服务涨 8.98%，医药生物涨 3.11%，食品饮料涨 0.14%，说明市场风险偏好降低，更愿意选择确定性强的机会。

1、总体思路：坚持多策略的投资框架：

2018 年上半年，尽管市场走势和热点呈现一些新的变化，我们仍然坚持多策略的投资框架。具体来讲，我们的主要子策略包括优质资产策略、市场轮动策略和事件驱动策略。在不同的经济周期中和市场格局中，基于我们的历史经验，采用相对合理合适的交易方法与组合方法，通过对中短期细微数据变化的观察，利用多种子策略的组合与切换，获取稳定、低波动的绝对收益。

优质资产策略：顾名思义，优质资产策略是指选择具有稀缺性的优质资产，在配置过程中保持较长的持有期和较低的换手率。具体而言，我们所指的“稀缺性”可能体现在产品特色上（品牌优势、价格优势或技术壁垒等）；也可能体现在行业门槛、规模效应和地域分布等因素上；也可能体现在创始人和核心管理团队的管理能力上。

事件驱动策略：在提前挖掘和深入分析可能造成股价异常波动的事件基础上，通过充分把握交易时机获取超额投资回报的交易策略。事件驱动型策略理念分类：
1、宏观大事件；2、微观大事件。宏观大事件指某些可能会对当期或未来 1 年以上业绩产生重要影响的宏观因素，其中包括但不限于国内外宏观或产业经济政策、利率汇率等资金价格因素以及重要原料及产成品价格的变化。微观大事件指与个股相关的，基于公开信息的定向增发、订单情况、业绩预告或战略合作等可能会

影响中短期交易情绪的因素。

市场轮动策略：行业轮动是利用市场趋势获利的一种主动交易策略，利用不同行业板块强势时间的错位对行业品种进行切换以达到投资收益最大化的目的。A股市场是由行业、热点、主题驱动的，同一区间段内行业之间的收益率差异可能非常大，这恰恰为行业轮动策略提供了生存的空间。部分行业轮动主题基金的实证研究发现，行业轮动策略的超额收益主要来源于2013年之后，特别是2014、2015年的牛市是行业轮动策略超额收益最显著的时候，也就是在趋势比较明显的市场，行业轮动策略更加有效，如果在震荡市，则有可能效果减弱。在整体市场偏弱的环境中，我们对行业轮动策略的应用相对谨慎。

择时策略：择时策略主要有左侧交易和右侧交易。左侧交易是在市场拐点还没出现时就介入，而右侧交易通常指在市场拐点出现时再进行布局。左侧择时最重要的是找到收益与风险不对称之处，找出风险小而收益比较高的策略。但在A股市场中，市场呈现的特征是比较明显的右侧交易策略市场，交易信号的不同解读和预期的差异提高了右侧交易的流动性和收益率。

不同子策略在不同的A股市场运行状态表现有所差异，而A股市场的变化相对来说比较剧烈，各种驱动因子的有效性时常发生变化。对于不同时期发行的产品，考虑到产品特点、安全边际、弹性、市场状态等多种因素，基金经理根据不同市场环境来选择子策略组合，在子策略选择上有所变化。

2、选股策略：运用多种选股因子来择优选取

从中长期投资选股的角度，我们依旧倾向于选择：1、行业发展中长期持续稳

定，市场空间较大；2、企业经营“护城河”优势明显，3、股票估值相对合理。

在中短期投资选股，我们结合考虑未来几个月至半年：1、企业经营的财务指标是否（将）出现明显好转，2、行业政策、数据是否向好，3、企业是否有一些时间催化剂。

而从策略角度入手，又需要考虑市场风格的变化。比如，站在 2017 年年末的时间点，以部分消费品公司为首的市场一线龙头公司在过去一年半的时间内，已经累积了较大的涨幅，估值处在历史相对高位。同时，部分公司的股价波动也在加剧。二线公司的相对估值吸引力在逐步凸显。在市场波动逐渐加剧的背景下，我们维持核心持仓稳定的同时，适时增加了对二线优质公司的研究和配置力度。

我们以如下三个标的来描述我们的选股思路。

中国国旅（601888）：稀缺免税牌照

- 中免集团是唯一经国务院授权在全国范围经营免税业务的国有专营公司，主要包括传统免税业务、离岛免税和海外业务三大部分，在全国拥有 200 多家免税店，免税品业务贡献公司主要利润。
- 免税消费持续稳定增长，国家引导消费回流意愿不断增强。目前国人出境游人数攀升，消费者购买力强劲，但消费外流现象严重，随着一系列海外消费回流政策的出台以及免税业政策逐渐放宽，我国免税产业迎来了高速发展期。
- 在 2017 年下半年我们观察到的变化：1）中免集团旗下三亚海棠湾免税店在经历 2015、2016 两年海南旅游市场调整之后，2017 年营收突破 60 亿，同比上涨近 30%。2）2017 年 7 月中免公司与日上中国分别中标北京首都国际机场 T2、T3 航站楼国际出境及国际入境区的免税业务经营权，经营

期限 8 年，弥补了公司免税业务在北京市场的短板。2018 年 2 月，中免收购日上上海 51% 股权，上海机场免税经营权招标在即，中免竞争力强大。3)
2017 年 11 月 18 日，中免香港国际机场烟酒免税店开始运营，品类丰富，价格优势大，经营状况良好。2018 年 5 月 30 日与泰国皇权集团（香港）联手，获得澳门国际机场为期五年的免税经营牌照，国际化布局提速。4)
2017 年营收 282.82 亿元，同比增长 26.32%。2018 年一季度实现营收 88.49 亿元，同比增长大幅提升（53.07%）。

- 我们的判断：出境游消费规模大，中长期免税业务持续稳定增长；免税店龙头地位牢固，国际化进程正在起步；自 2017 年起业绩持续增长，目前仍具有超市场预期竞争优势；

深高速（600548）：稳固公路收费业务主业

- 积极探索优质路产，车流量增长稳定。公司核心路产位于珠三角经济最发达地区，地理优势突出，位于深圳市中心，人均乘用车保有量大，车流量有腹地经济保障。公司投资经营的公路项目共 19 个，收费公路主业通过并购和 PPP 投资获取稳定经营并持续贡献稳健增长的盈利。
- 多元化资产优良，收益变现可期。梅林关房地产项目建筑面积 48.64 万平方米，作为城市更新项目，土地成本较低，地理位置优越，比邻深圳市中心，未来有较大升值潜力，预计 2019-2021 年贡献收益。此外，在财务投资方面，公司持有贵州银行 4.39% 股权、还储备了贵龙房地产开发项目，这些业务将不断释放盈利。
- 布局环保业务，战略转型打开成长空间。2017 年上半年，公司投资深圳水

规院 15%股权，收购德润环境 20%股权，旗下拥有两个重要参股公司三峰环境和重庆水务，致力于从事水处理和垃圾焚烧发电业务，预计贡献净利润 2 亿。未来几年中，环保业务上的布局将继续稳步推进。

【建设机械】(600984)

- 从中长期的发展趋势来看建设机械的市场空间：1) 塔吊下游房地产和基建投资景气度仍持续，未来大幅下滑概率不大，有利于行业平稳发展；2) 装配式建筑兴起带来对中大型塔吊刚性需求，据测算增量市场达到 300-500 亿。从国外发展经验以及政府决心看，装配式建筑带来的增量市场是确定且可持续的；3) 对比国内，公司作为行业唯一上市企业，在资本扩张、渠道布局、设备保有量上有全面竞争优势，而且是目前行业唯一进行大规模资本扩张的企业。
- 在 2017 年年末，我们观察到的一些变化：1) 房地产类固定资产投资：受房地产调控政策影响，但仍保持正增长；2) 2017 年 11 月，住建部公布第一批装配式建筑示范城市和产业基地；3) 2017 年 3 季报，公司扣非净利润大幅增长 390%。
- 年报披露的经营性现金流于重组后年内首次回正，(同比/环比) 大幅增长，表明 1) 公司主要客户建筑类公司的经营情况明显好转 2) 公司业务扩张到一定规模，营运资金整体进入正循环。
- 我们的判断：1) 未来在环保政策的持续高压下，符合产业升级方向的装配式建筑有相当大的渗透空间；2) 在棚改力度不下降的背景下，2018 年及未来几年的房地产市场，新开工面积会保持正增长；3) 这一过程中，股票投资的

角度，股价有比较明显的上涨空间，估值会缓慢提升。

3、实际运用：各子策略在 2018 年上半年的实际运用及得失

市场特征造成子策略贡献度存在差异：除一月份以外，今年以来 A 股市场热点相对集中在大消费行业内的龙头公司。在各子策略的实际贡献中，优质资产策略贡献度显著高于其他子策略，这一特征在今年 5 月份的收益率回撤中体现地尤为明显。

子策略适度调整体现了整体策略的市场适用性：基于宏观经济与股票市场运行的前瞻性判断，尽力领先于市场的风格变化进行子策略调整。在特定的市场背景下，及时采用市场轮动策略和事件驱动策略把握周期板块的投资机会，体现了我们多策略组合对市场的适用性。

审慎使用左侧择时子策略，降低回撤风险：从 2018 年上半年 A 股市场的运行情况来看，整体市场依旧呈现较为明显的右侧市场特征，我们部分左侧交易策略的成功几率和收益率在 1 季度都有下降趋势。在 2 季度的投资策略中，我们显著降低了左侧择时的配置比例和频率，避免净值的大幅回撤风险。

4、后期投资思路

坚守优质股票，分享成长红利——选择长周期持有，享受企业成长所带来的业绩回报。我们一直持有的股票，如社会服务、交运、食品饮料等行业，尽管在某些月份并非排名居前，但是从历史来看，无论是波动率还是净值增长，贡献是相当明显的。

聚焦能力圈，谨慎参与市场热点——我们会坚持集中精力在我们擅长的消费品、周期品行业。对于市场出现的一些阶段性的热点板块及概念，在没有足够研

究支持和安全边际的前提下，基本上不考虑参与。我们会继续重点关注我们经过认真研究讨论的个股标的，尤其是钻石库标的。对于核心持仓标的，基金经理均会亲自调研，并与上市公司和覆盖的券商研究所建议完善的沟通机制。同时，安排研究员深度研究并及时跟踪公司变化，进一步提高投资准确度。

均衡配置，分散投资——在当前市场风格与行业轮动的状态下，我们将采取相对均衡（无论是行业属性，还是大小风格）的配置思路。除核心持仓之外，继续采用分散投资的策略，积极灵活的应用各种子策略，尽可能的降低净值波动的风险。

仓位适中，注重选股——在没有系统性风险的前提下，净值回落在-3%以内，将视市场情况维持在30%-70%的仓位策略。如果净值回落更大，将采取降低仓位的应对措施。在仓位调整有限的前提下，更加注重选股，分析行业和公司经营状况的边际变化、收入/净利润增速、净资产收益率、现金流、市盈率/市净率。而2018年下半年的研究投资重点在于两类：a、业绩反转或者业绩预期加速的中小市值股票，包括但不限于创业板公司，b、有稳定业绩也有想象空间的二线蓝筹，其中优选大消费类公司。

投资者对本报告如有疑问，可咨询本基金管理人知几投资。

咨询电话：021-68825588

联系人：王甜

Email：wangtian@wisdominv.com

公司网址：http://www.wisdominv.com/

微信公众号：zhijizichan



免责声明：

本资料仅代表知几对经济、市场的分析、推测与判断，不构成任何投资建议；本资料仅供参考，并不构成广告或销售要约，投资者应仔细阅读相关金融产品的合同文件以了解其风险因素，或寻求专业投资顾问的建议；本资料可能涉及知几投资的机密信息、版权或专有信息，未经授权，请勿对资料的内容进行任何形式的更改、复制和传播。