

宏觀經濟

選股因數系列研究（十五）——“博彩型”股票的預期收益

大量的投資者，尤其是中小散戶，很喜歡去猜測哪些股票會出現極端的高回報，並在這些成功概率極小的事件上押上重注。

這一行為和歐美流行的博彩行業頗為相似，因而可以將這類股票形象地比喻為“博彩型”股票。通常來說，中了彩票的幸運者都傾向於馬上兌現。那麼一個合理的推斷是，出現過極端高收益的“博彩型”股票也極有可能遭遇大量投資者的獲利了結，因此這些股票在後期的表現大概率不及市場平均水準。本文通過詳細的資料分析不僅證實了這一猜測，而且還發現常見的選股因數，如反轉，都不能解釋此種現象。

按照股票過去一個月的最大單日漲幅從小到大排序，並均分成十組，將最後一組定義為“博彩型”股票。無論是等權重還是流通市值加權，“博彩型”股票在次月的平均收益都是最低的。

如果將最大單日漲幅作為選股因數，它同樣具備良好的效果。在等權重加權的情況下，股票在次月的預期收益和它們當月出現過的最大單日漲幅呈負相關，且首尾組合的收益差超過 1%，並在 5% 的水準下顯著。

根據最大單日漲幅因數得到多空組合，年化收益達到 18.49%。月勝率為 65.19%，夏普比率為 1.11，且三因素和四因素模型的 alpha 在統計意義上都十分顯著。

為剔除常見因數的影響，進一步採用雙變數排序的方法分析選股時的交叉效應。與單變數的結果相比，控制其他因數後，最大單日漲幅因數選股的單調性不僅得到了很大改善，多空組合的收益差也更為顯著。

反轉效應並不能完全解釋最大單日漲幅的選股效果。雖然最大單日漲幅因數本身及其選股結果很容易讓人聯想到反轉效應，但是雙變數排序的檢驗結果表明，在控制反轉效應後，最大單日漲幅的選股效果仍得以維持，可以認為兩者提供了有關投資者行為的不同資訊。

風險提示：系統性風險。

大市導航

食品：啤酒行業：百威英博並購南非米勒接近尾聲，啤酒個股已創歷史或年內新高

百威英博停牌，將舉行股東大會以通過對南非米勒逾 1000 億美元的世紀大並購。此次並購有望在 10 月 26 日完成合併，百威在全球的市占率將接近 40%，第二名喜力啤酒不足 10%。

昨日青島啤酒 A、H 股份別上漲 1.68%和 1.58%，接近年內新高，前期華潤啤酒、重慶啤酒已經連創歷史或年內新高。

經營戰略拐點年初已現。啤酒行業 20 多年來首次出現經營戰略拐點，即從“搶份額”轉向“齊升級”。而此前十年行業毛利率從 40%降至 2015 年的 27%，上市公司扣非淨利率僅 1-4%，是食品飲料中唯一消費降級的子行業。

啤酒產量拐點 8 月開始。8 月份全國啤酒產量同比增長 4.2%，結束連續 25 個月的負增長，預計第三季度部分上市公司銷量轉正，業績將超預期。明年啤酒產量有望繼續小幅反彈。

從成長性首推重慶啤酒（主業增長超預期、17 年開啟資產注入視窗），底部佈局首推燕京啤酒（安全邊際高，催化劑包括換屆、激勵、被收購），其次青島啤酒（關注換屆、激勵）和珠江啤酒（定增後兩大股東持股 80%，關注訴求）。

風險提示：行業競爭加劇。

通信設備：光通信：行業高景氣、壁壘持續加高、世界進入“中國時間”

在“寬頻中國”政策及 4G 網路普及的帶動下，受互聯網流量爆發式增長驅動，光通信迎來新的發展高潮，光纖、光模組、光設備全產業鏈受益。

從產業結構變化趨勢看，全球市場正迎來“從低端走向高端、從美日走向中國”的歷史機遇。未來，掌握高端光器件技術（尤其是晶片技術）、搶佔中國市場（尤其是資料中心市場）的光通信廠商才有機會立於不敗之地，中國市場嫁接全球資源、中國產品高性價比將成為必然，世界進入“寡頭+中國時間”。

從技術發展趨勢看，隨著矽光關鍵技術的不斷突破，基於矽光的光模組將分享全球光通信市場盛宴，而矽光的低成本優勢也將加速資料中心光模組市場的進一步擴張。

投資機會：首選光器件公司，推薦光迅科技（國內光模組龍頭、積極佈局高速光晶片）、關注新易盛、中際裝備（收購蘇州旭創、切入高速光模組封裝領域）；次序重點關注光設備廠家，推薦烽火通信、中興通訊；關注光纖光纜廠家，推薦亨通光電、中天科技，關注特發資訊、通鼎互聯、永鼎股份等。

主要風險因素：相關板塊估值波動。

房地產：激蕩十年！——“史為鏡，知興替”系列一

研究目的。本文試圖通過分析具有代表性城市房價變化，尋找 2006 年至 2016 年近 10 年間中國房地產各個小週期特徵。

通過分析房價變化，探尋小週期之間同異之處。文章主要使用資料為統計局公佈的 2005 年 7 月至今的 70 個大中城市新建住宅價格指數的同比和環比資料。

建立觀測資料池。2006 年至 2016 年，中國房價一共出現過 4 次波峰和 4 次波谷，以波谷為小週期的起始點和終結點，大致可分為 4 個小週期，分別是 2006-2008 年、2009-2012 年、2012-2014 年和 2015 年至今。4 個小週期的增速最高點分別為 2008 年 1 月、2010 年 4 月、2013 年 12 月、2016 年 7 月。本文主要比較選項是全國房價同比增速最高點時：1) 70 個大中城市漲價、降價城市數量；2) 70 個大中城市漲價城市平均漲幅，跌價城市平均跌幅；3) 70 個大中城市漲價前 10 位和後 10 位平均值，以及通過對漲幅前十和跌幅前十城市在幾輪小週期中表現的分析來探尋房地產小週期變化的規律和內在關係。

探尋運動中的現實：從對歷史週期分析中，我們大致對本輪漲價得出以下判斷：

1) 本輪漲價波及城市明顯減少，漲跌幅在收窄。2006-2008、2009-2012 年兩輪週期均實現了 70 個大中城市的普漲。2012-2014 年僅有 1 個城市溫州未實現房價同比增速轉正。而在本輪小週期頂點是，漲價城市數萎縮至 59 個，跌價城市數 11 個。漲價城市數出現明顯減少。

2) 本輪漲價城市漲幅差異巨大。從平均漲跌幅看，從 2009-2012 年小週期開始，漲價城市平均漲幅從 11.54% 收窄至本輪的 7.48%。跌價城市平均跌幅由上一輪週期的 -2.60% 收窄至本輪的 -1.22%。全國來看，房價的漲跌整體趨勢在逐步收窄，呈收斂態。

3) 漲幅居前城市從分散化走向集中化。觀察 4 輪小週期，2006-2008 年、2009-2012 年兩輪小週期的漲幅前十城市規律性較小，城市呈分散狀。而 2012-2014 年的小週期裡，漲幅前十的城市出現分線的趨勢，主要集中在一線和二線城市。而 2015 至今的小週期，漲幅前十的城市呈現城市圈的特徵，圍繞著京津冀、長三角、珠三角、廣深片區四大核心城市圈，如果拓展到漲幅前 15 位，則以武漢為核心的都市圈也在其中。

4) 一線帶動二線再帶動三線螺旋復蘇的能力依舊存在，但力度放緩。以上現象表現為城市圈內部輪動（上海轉導至昆山、蘇州等）和一、二線（上海轉導至杭州、成都、重慶等）城市之間輪動。

風險提示：行業面臨調控風險。

皖新傳媒（601801）：自制動畫片取得發行許可，動漫領域佈局開花結果

皖新傳媒發佈公告，公司首部自制動畫片取得發行許可，目前動畫片已完成了第一季 13 集的前期製作，前期製作累計投資總額約為 2573 萬元，公司投資總額約為 2058 萬元，占投資總額的 80%；合作機構華愷文化投資總額約為 515 萬元，占投資總額的 20%。

公司在動漫影視領域的佈局終於取得了實質性的進展。早在 2012 年就悄然涉足動漫領域，與華愷文化展開合作，13 年底公司經營範圍中加入了電視劇、電視動畫片等，從而正式進軍影視動漫領域。值得關注的是華愷文化是迪士尼動畫的外包商，未來進一步合作將為公司在動漫影視領域的佈局打上迪士尼的標籤。

持續看好公司未來發展，1) 出售旗下門店，全年業績有望超預期，增長或超 50%。2) 未來切入教育核心產業，製作教育內容。3) 賬上資金充裕，未來持續佈局教育預期強。

風險提示：轉型進程不達預期。傳統業務業績下滑

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。過去的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。