

策略

新時代的股市背景：宏觀穩、微觀進——十九大報告短評

①10月18日習總書記所作的十九大報告內涵豐富，報告作出了“中國特色社會主義進入了新時代”這一重大判斷，這是我國發展新的歷史方位，報告中37次出現“新時代”一詞。

②新時代的定位預示著經濟發展的環境已經發生變化，過去是經濟體量由小變大，重視量的增長，新時代經濟從大走向強，核心是質的提升。其他發達經濟體這個階段股市面臨的背景是宏觀穩（平）、微觀進（上），過去1-2年來中國這種背景已經出現，故一線股票、房市、匯率齊漲。

③2016年1月底上證綜指2638點時提出熊市結束、步入兩年左右的震盪市，盈利增長推動震盪中樞抬升，這個格局目前未變，未來半年是對宏觀經濟平穩、微觀盈利向上的趨勢確認期。當下重視業績和估值的匹配，看好金融、消費白馬、建築，季報較優的價值成長股。

風險提示：經濟增長速度明顯下降。

固定收益

轉債估值的歷史分析——可轉債投資手冊之二

股市牛熊對應的轉債估值

股市牛熊中的轉股溢價率變動。轉債的平價和轉股溢價率大體呈現反向變動，牛市中轉債由正股推動上漲，大量個券觸發贖回，轉股溢價率整體保持在低位。熊市中股市大幅下跌，轉債跌幅小於正股，溢價率大幅上行。震盪市中轉債價格由債底和轉股價值支撐，隨著轉債市場供給逐漸增加，轉債估值持續壓縮。

股市牛熊中的YTM變動。純債YTM與轉債價格的走勢也基本呈反向變動。牛市中轉債由正股推動上漲，轉債指數攀升，個券股性增強、債性減弱，YTM均值大幅下滑。熊市中轉債依靠債底支撐，市場整體下跌，個券債性增強、股性減弱，YTM均值抬升。震盪市中，轉債價格由債底和轉股價值分別支撐，YTM跟隨轉債價格震盪。

不同平價對應的轉債估值情況

不同平價的轉債該用何種估值指標？對於中高平價的轉債，其股性往往較強，投資邏輯偏向於博弈股價上漲中轉債的價格彈性及轉股收益，估值指標要用轉股溢價率。而對於低平價個券，其股性較差、債性較強，觸發轉股的幾率較小，投資邏輯更多偏向債底保護和YTM收益，估值指標要用純債YTM。

不同平價轉債的估值情況分析。我們將轉債按平價水準劃分為四檔：70元以下、70-90元、90-110元和110元以上。對於90-110元和110元以上的轉債，重點分析轉股溢價率；對於70元以下和70-90元的轉債，重點分析YTM。

相比歷史均值，目前估值水準不高。目前的轉股溢價率（34.4%）與歷史均值（32.6%）相差不大，其中平價90-110元的轉股溢價率（17.4%）小於歷史均值（20%），110元以上的（7.2%）高於歷史均值（5.6%）。而平均YTM（0.36%）明顯高於歷史均值（-3.32%）。其中平價70元以下的YTM（2.31%）高於歷史均值（1.69%），70-90元的YTM（1.1%）也明顯高於歷史均值（-0.15%）。

本輪震盪市與12-14年震盪市的比較

目前轉債估值相比上一輪震盪市（12-14年）明顯偏高。經統計，目前的平價水準與12-14年相當，但轉股溢價率，尤其是中高平價個券的轉股溢價率偏高；而YTM顯著較低，尤其是低平價個券的YTM大幅低於12-14年。因此不論是股性估值還是債性估值，本輪震盪市中轉債的估值水平平均高於12-14年。

為何12-14年轉債估值較低？首先是市場存量規模不同，12-14年震盪市中轉債規模明顯高於現在。其次是與存量轉債的行業分化有關，12-14年的震盪市中創業板大漲，週期、金融等行業下跌，板塊分化嚴重。週期等行業個券平價較低，YTM顯著偏高。而TMT等行業的正股漲幅較大，轉股溢價率明顯壓縮。因此，行業表現的兩極分化，導致轉債個券股性估值和債性估值的雙向壓縮。

本輪轉債估值壓縮程度將如何？信用申購新規落地後，轉債市場發行節奏加快，供給壓力下估值的壓縮將是大勢所趨。但我們認為壓縮的幅度有限，大概率不會達到12-14年的水準。主要是本輪震盪市中，轉債個券的分化程度不高，平價基本在70-120元以內，低平價券的債性不足，中高平價券的股性也不強。未來估值的壓縮過程應該長期而緩慢的，整體空間有限。

風險提示：基本面變化、股市波動、貨幣政策不達預期、價格和溢價率調整風險。

誰在竊喜，誰在憂慮？——盈利改善背後的故事

1. 誰在竊喜，誰在憂慮？今年以來以煤、鋼、有色為代表的中上游行業盈利大幅改善，紡織、食品、汽車、電腦等電子設備這些偏下遊的行業利潤增速落後，電力、熱力行業利潤大幅縮水。結構性改善特徵明顯，同一領域、產業鏈分化明顯，比如上游煤炭生產企業盈利遠超焦炭加工企業，建材中水泥在回暖而玻璃表現平平，化工中化學原料和纖維表現很好，但橡膠和塑膠利潤增速很低。下游行業也出現明顯分化，涉及民生的“衣食住行”，只有“住”相關的生產商盈利大幅改善，具體看，地產、家電中的空調和冰箱生產企業盈利改善明顯；紡織服裝以及食品飲料（除了白酒以外）行業盈利增速較低；汽車行業中整車業務只有商用載貨車盈利增長較快，乘用車、商用載客車盈利同比負增。
2. 改善邏輯一是供給收縮，二是地產鏈驅動。過去一年煤炭、鋼鐵、有色行業盈利改善的邏輯在於去產能帶來的供給收縮，市場競爭格局好轉、產品漲價從而出現盈利的回暖。盈利改善的另一個邏輯鏈是基建、地產相關行業，家用電器中的空調今年銷量大增，化學原料中用於建築的純鹼、氯鹼需求也大幅增加；挖掘機銷量的大增與基建、地產投資也有關係。
3. 中上游整體擠壓下游利潤。下面從幾個典型的產業鏈入手，觀察利潤如何在產業鏈條中分配。

煤炭漲價直接推升了火電、冶煉行業成本。火電受其影響尤為顯著，受燃料成本高企的拖累，盈利明顯下滑，幾個代表性火電廠已經面臨成本壓力。煤炭漲價也推升了煉鋼、鋁冶煉等行業的生產成本，只不過這些行業本身也在進行去產能，產品漲價下對成本上漲接受能力較強。以電解鋁為例，電力成本在其生產成本中占35%-40%，原材料煤炭漲價對沖了盈利增長，比如南山鋁業今年上半年營收75.5億，同比增加13.8億，同時營業成本也增加了近10.5億，成本上漲侵蝕了企業的利潤空間。

原材料漲價衝擊製造行業毛利率。機械設備是比較典型的中游行業，主要子行業中原材料成本占比一般能超過60%，其中鋼材是最主要的材料，鋼材的漲價顯然推升了企業的生產成本。對於集裝箱、液壓支架等子行業，定價主要採用成本加成模式，原材料漲價對毛利率影響不大，比如集裝箱龍頭中集集團，鋼材價格從16年開始大幅上漲，但今年公司毛利率水準並沒有大幅波動；而對於價格固定或者調價頻率較低的子行業，鋼材價格的上漲則會推升營業成本、降低企業毛利率。

產業鏈中具有定價權的企業通過向上下游分攤成本而減少漲價對自身的影響。比如下游的家電行業也受到原材料漲價的影響，家電生產廠家的成本構成中，人工成本也就在10%左右，其他的主要是購進原材料成本，對銅、鋼材、塑膠、鋁都有大量需求。原材料漲價對家電行業毛利率帶來衝擊，今年上半年空調板塊、家電零部件板塊上市公司銷售毛利率同比均明顯下滑。增加的成本除了會在零部件供應商、整機家電生產廠商之間攤銷，也可以通過漲價向下游銷售商和消費者轉移，目前不少家電企業仍在調高出廠價格，但是能否通過漲價順利實現成本轉移，還要考慮下游消費需求市場空間以及支付能力。

而競爭激烈、小企業為主的行業多是在被動接受漲價帶來的損失，比如紙價飛漲下的包裝企業。造紙行業前幾年一直受紙價低迷困擾，今年又有環保壓力，不少中小產能限產關停，大型紙廠停機檢修，疊加進口洋垃圾政策的影響、原材料廢紙價格上漲，中上游紙廠紛紛提價。由於紙廠市場集中度很高（箱板瓦楞紙行業CR3占比超過1/3），在整個產業鏈上擁有主導權，而下游紙箱加工、包裝企業較為分散，只能被動接受漲價，利潤受到嚴重擠壓。今年上半年造紙行業上市公司利潤總額是去年同期的2.5倍，而包裝印刷行業只增長了10%。

金融工程

選股因數系列研究（二十七）——分位數回歸在多因數選股中的應用

分位數回歸可以看作是均值回歸的一種替代方法。它最早被用來研究不同的收入水準和職業、教育程度等一系列指標的關係。與均值回歸相比較，分位元數回歸並不需要均值回歸對正態和同方差的前提假設，當資料出現尖峰或者厚尾的形態以及顯著的異方差時，分位數回歸更加穩健。它最大的優勢就是可以對分佈的任何一個位置（分位元點）建立回歸模型，研究變數之間的關係。跟均值回歸只能得到單個預測值不同，分位數回歸可以通過給予資料不同的權重得到一組預測值。

在中證500指數的成分股中，總市值、前一個月收益率和日均換手率三個因數對收益率分佈的不同位置有著完全不一樣的效應。以前一個月收益率為例，中位數回歸的斜率估計與均值回歸較為接近，表明股票前一個月收益率對當月收益分佈的中間位置（均值或中位數）有負向影響，即存在反轉效應。但是，在較為極端的分位點處，分位數回歸的結果與均值回歸卻有著較大的差異。10%的分位元數回歸直線更為陡峭，表明收益分佈的左側受到前一個月收益率的影響更大。而90%分位數回歸的斜率更是變為正值，進一步說明了同一個因數可能對收益分佈不同位置有著截然相反的效應。

每一個分位點都對應著股票收益率的一組預測，究竟應該使用哪一個值取決於對預測結果的用途。如果投資者想基於收益率的預測值來對股票排序，並買入那些排名較高的股票且賣出排名較低的股票，那麼應當選擇斜率絕對值最大，即回歸直線最為陡峭，且統計意義上顯著的分位元點對應的模型。因為它代表了最能體現股票未來表現差異的一個方向。

基於總市值、前一個月收益率和日均換手率三個因數構建中證500增強組合，採用10%分位元數回歸和均值回歸兩種方法，分別簡記為QR(0.1)和OLS。從相對基準的超額收益的角度，QR(0.1)無疑更優。不論是等權重還是市值加權，都大幅超越OLS的結果。但兩者的波動和回撤卻十分接近，因而QR(0.1)的夏普比率具有明顯的優勢。此外，使用分位元數回歸並沒有提高組合的換手率，這意味著上述結果在任何交易費用的假設下都是穩健的。

風險提示。模型失效風險、因數失效風險。

行業點評

傳媒：細分領域發力+泛娛樂佈局，多因素助推數位閱讀市場發展

多重因素助推，數位閱讀行業迎來高速發展期。我國數位閱讀市場經歷十餘年發展，已進入高速發展期。行業穩健增長催生出不同商業模式，助推數位閱讀行業收入結構往多樣化發展。消費者習慣養成，需求變遷助力數位閱讀市場擴張；內容平臺支撐，優質供給完善擴展數位閱讀市場空間；政策東風護航，版權保護趨嚴保障數位閱讀市場健康成長；行業迎來資本盛宴，促進數位閱讀市場整合發展。

數位閱讀行業群雄並起，兩強爭鋒。2016年數位閱讀市場規模120億元，其中內容訂閱市場規模在98.6億元左右，閱文和掌閱的在內容訂閱市場占比分別達20%和11.4%。內容上，閱文集團擁有龐大的內容庫，掌閱在細分電子書出版領域略占上風。管道推廣上，掌閱牽手硬體廠商，而閱文依託騰訊自營，管道分成成本相對較低。產品表現上，掌閱iReader領先，我們認為兩家企業的ARPU值仍有較大提升空間。盈利表現上，二者營收增長均以數字閱讀為主，衍生業務發展尚待培育。

依賴使用者訂閱付費市場，行業規模未來三年複合增速25.5%。從產業鏈上中下游看：（1）內容生產：頭部效應明顯，巨頭內容投入巨大；（2）平臺推廣：PC端閱文一家獨大，移動端掌閱、閱文爭雄；（3）內容變現：用戶訂閱仍是主要變現途徑，影視改編市場空間廣闊。數位閱讀行業以使用者內容訂閱付費為主，我們對使用者內容訂閱市場進行預測，推算出2017年數位閱讀整體市場規模將達到151億元（+26%）。2019年，數位閱讀整體市場規模將達到267億元，未來三年複合增速為31%。

行業發展及未來新趨勢：社交閱讀、有聲閱讀細分領域發力，泛娛樂化增強IP版權變現能力。（1）社交閱讀：趣味性強，增加變現途徑。豐富的社交互動功能，“微信讀書”用戶覆蓋率及活躍率不斷增長；全新的閱讀體驗，Hooked以交互遊戲的形式呈現內容，在AppStore長期領先於同類產品。此外，線上讀者與作者交流互動、打賞、付費提問等社交互動功能增加了變現途徑。（2）有聲閱讀：內容將成核心競爭力，人工智慧有望推動聽書市場崛起。有聲閱讀能利用碎片化時間，滿足人們快節奏生活中的讀書需求，市場前景廣闊。內容為王，未來優質的獨家音訊內容付費將有助於提升付費使用者規模，建立起成熟的盈利模式。AI發展有望為使用者提供更好的閱聽服務，推動聽書市場崛起。（3）泛娛樂化增強IP版權變現能力。《全職高手》的成功不是偶然，優質IP只有泛娛樂化開發運作，才能深入挖掘IP的長尾價值。

選股邏輯和標的推薦。推薦有優質IP內容儲備，運營推廣能力較強，數位閱讀平臺龍頭或細分閱讀行業領先的公司：平治資訊（有聲閱讀領先）、新經典（數位圖書，泛娛樂佈局）。關注掌閱科技（國內領先數位閱讀平臺）、中文線上。

風險提示。數位閱讀發展不及預期，市場競爭加劇，公司新業務拓展不及預期。

房地產：京津冀，走上邁向世界級城市群的紅毯

國務院批復北京總規劃，執行決心強烈。9月27日北京城市總體規劃獲得國務院正式批復。國務院在批復中明確要加強四個中心的功能建設、優化城市空間佈局緩解城市病、嚴控城市規模和推進京津冀協同發展。此外，國務院在批復中提出要堅決維護總規劃的權威性，“堅持一張藍圖幹到底”，體現出中央對執行北京總規劃的決心。

總規劃給京津冀帶來新風貌和投資機遇。北京總計畫重新劃分北京六城，此外對通州、廊坊和京津冀片區整體發展規劃和策略做出了規劃藍圖。總體來看，總規劃將北京定位為世界級城市，京津冀受其發展輻射影響在交通、產業、文教科衛、生態方面均將有改善。我們認為總規劃的提出給北京市中心和京津冀片區帶來巨大發展機遇。根據北京總規劃對北京城區和京津冀片區的發展規劃，我們認為相應的二級市場投資邏輯分為三層：

中央城區：總規劃對中央城區建設用地的限制使得商辦和住宅在該區域內稀缺性日益顯著，棚改項目成未來城區內供應住宅的主要來源，自持物業長期具備價值重估潛力。相關標的為金融街、北辰實業、北京城建和首開股份。

通州：通州是未來北京副中心，是承接北京部分職能和人口的重要地區。通州未來整體發展和北京中心城區相輔相成，而現階段通州可售樓盤緊缺。通州長期發展向好有望帶動在通州擁有土地儲備的上市公司其專案的受益。相關標的包括招商蛇口、福星股份。建議關注標的中國武夷。

京津冀片區：根據北京總規劃，京津冀片區發展主要通過京津發展軸、京保石發展軸、京唐秦發展軸發展。此三軸以北京為出發點，分別向南部和東部輻射，連接河北和天津重要城市。隨著總規劃的落實和京津冀一體化進程的推進，北京和節點城市中廣闊區域在交通、產業、醫療教育等各方面均將受到北京非首都功能疏散的輻射影響，得到進一步提升。華夏幸福在河北的產業新城和產業小鎮基本分佈在京津冀發展規劃中的“三軸”上，依傍高速路或高鐵，是北京連結其他京津冀重點城市的必經之地。其土地儲備所在區域價值具備長期提升空間。

風險提示：限購限售政策持續收緊，銷量下滑較多帶動價格下滑。

資訊服務：大資料爆炸時代的冷資料存儲機遇

傳統存儲技術難以解決大資料痛點，傳統技術受到容量，性能和架構限制不具備擴展性和相容性。雲計算能有效地解決性能問題，卻不能解決冷資料存儲問題，目前互聯網雲計算擴張以規模優先，不計成本。雲計算巨頭們也在考慮冷資料存儲問題，但同質化趨勢明顯。國內外藍光存儲市場情況：日本，兩雄爭霸（索尼和松下），國內，華錄、紫晶存儲、江蘇互盟等。

大資料存儲於資料湖泊是可行方案，資料保護是為資料恢復交的奢侈稅，未來存儲可能出現的顛覆性技術。快閃記憶體在眾多存儲介質中獨具優勢，並且3D Xpoint、NVMe等新技術的出現為快閃記憶體帶來更多活力。我們預計，隨著未來快閃記憶體介質的價格下降，將有更多企業級應用轉向快閃記憶體，從而幫助快閃記憶體打開更大市場空間。

細分領域標的：光磁融合存儲：易華錄，關注紫晶存儲（新三板）；快閃記憶體相關：同有科技，兆易創新；存儲伺服器標的：浪潮資訊，中科曙光。

風險提示：自主可控不達預期、新技術發展路線不確定性。

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。