

重點報告

【宏觀專題報告】誰在限售，影響幾何？

3-5月，廈門等20余城在樓市調控政策中首推“限售”措施，半年之後的9-10月，南昌等10余城升級樓市調控，限售再度頻現。去年熱點城市限購限貸升級並未久遠，為何限購不夠、還需限售？限售又帶來怎樣的影響？

誰在限售？本輪住宅限售的重點，是二線熱門城市或核心城市周邊的三四線城市。截至10月13日共有44座城市對居民購買住宅限售，其中一線城市1個，二線城市20個，三四線城市23個。限售城市大多分佈東南沿海或三大都市圈周邊，而中西部則主要為省會城市。禁售時間上，近六成限售城市為2年，近三成為3年，而部分城市對多套房、非戶籍居民購房的限售時間更長。目前，限售城市的住宅銷售面積占全國住宅商品房銷量的三成以上。二線城市出臺限售的比重最高，占全部二線城市地產銷量的65%左右，三四線限售城市的地產銷量是二線限售城市的一半左右。因此，二線和三四線城市是限售的主力。

為何是它們？限售的推出與這些城市今年以來的地產市場表現有關。以二三線為代表的部分城市，在今年尤其是上半年房價依然較快上漲。70個重點城市中的限售城市，也是16年底以來房價上漲最突出的城市。而二三線城市的地產銷量今年也表現強勁。17年以來一線城市地產銷售同比大降至-20%甚至更低，二線城市的銷量增速緩慢降至0%左右，而三線城市9月以前則仍維持在10%以上。但從長期人口和城市化趨勢來看，部分二三四線城市房價並不具備長期快速上漲的基礎，仍有相當一部分是投機性需求驅使。

影響又幾何？從房價來看，限售措施發佈後，相應城市的房價漲幅逐月縮窄。上一批3-5月限售城市的新建商品房住宅價格同比在限售之後的半年裡從16%大降至7%，環比也從3月的0.89%大降到9月的0.03%，而9月新加入限售的城市發佈限售之後，環比增速也有所鬆動。從銷量來看，限售給地產銷售帶來的降溫效果也同樣明顯。而隨著限售措施的鋪開，限售城市住宅銷售增速3月起低於全國銷售增速，並從當時的17%大幅下滑到9月的3%，限售城市對全國地產銷售增速的正向貢獻已變為負向拉動。出臺限售政策後的3到4個月，相應城市的地產銷售累計同比就降至0附近甚至轉負。地產的開工、投資均與銷售關係緊密。地產銷售一般領先地產投資兩到三個季度，銷售下滑、需求下降將影響地產企業的開工意願，最終影響房地產開發投資。一方面，限售對新開工面積的影響已開始顯露。上一批限售城市住宅新開工面積增速16年高達25%以上，17年3月調控加碼後，增速明顯放緩，到9月已降至2%。3月至9月，全國商品住宅新開工面積累計同比已從18.1%降至11.1%，新增限售城市無疑會進一步形成拖累。另一方面，作為地產調控升級的一個信號，限售對地產投資向下的壓力也正在逐步傳導。3月至5月上一批限售城市的房地產住宅開發投資，在經歷了近兩個季度的增速走平後，9月已有所回落。而新加入限售城市的投資9月仍保持上升，預計未來兩到三個季度也將迎來拐點。

雖然隨著地產庫存大幅去化，房企土地購置增加，很大程度上支撐了近幾個月的地產投資增速，但在“房住不炒”的精神下，在地產調控和長效機制探索等一系列政策下，地產銷售降溫將是大概率的事。地產限售政策推出以來，相應城市的住宅商品房銷量和新開工面積增速均明顯放緩，而未來如果銷售持續負增，房企開工意願降低，那麼地產投資也勢必會明顯下降。

【固定收益專題報告】轉向價格型調控，構建雙支柱框架——央行貨幣政策框架轉變研究

貨幣政策框架轉變：從數量型到價格型

國際經驗：由於科技發展和銀行規避監管，多國央行逐漸放棄了以存款準備金制度為核心的數量型貨幣政策，轉而採用了利率調控模式。其中，美國貨幣政策中介目標實現從M1到M2、再到聯邦基金目標利率的轉變；歐央行構建了利率走廊操作；日央行新貨幣政策框架為收益率曲線調控和物價穩定雙目標。

我國貨幣政策框架的轉變。貨幣政策框架包括貨幣政策目標、政策工具和政策傳導機制三個方面。從政策目標來看，我國央行採取多目標制，央行貨幣政策中介目標由貨幣量向利率轉移。政策工具方面，央行創新貨幣政策工具，管理中短期市場利率，DR007成為市場基準利率培育目標，利率走廊機制穩定短期利率。貨幣政策傳導機制方面，信貸管道仍然是當前貨幣政策傳導的重要途徑，源於信貸仍在社會融資中占主導地位，但利率管道越來越重要。

為何貨幣政策從數量型轉向價格型？

數量型貨幣政策逐漸失效。從貨幣供給的角度看，隨著金融脫媒和影子銀行的不斷發展，大量資金由表內轉向表外，導致實際的貨幣派生情況央行很難控制。貨幣需求方面，目前的貨幣流通速度難以界定，貨幣的需求也變得不穩定。因此，數量型調控容易出現貨幣供給與需求的不匹配，貨幣數量的相關指標也在逐漸失效，導致實際的貨幣數量也難以準確衡量。

利率傳導機制逐漸完善。我國利率市場化背景下，隨著銀行同業業務的發展和存貸款利率限制的取消，銀行的負債端和資產端利率在逐漸與市場利率接軌。而貨幣基金、表外理財等的發展，使銀行表內存款面臨不斷流失，也倒逼銀行利率市場化。因此利率傳導機制逐漸完善，價格型調控手段逐漸發揮作用。

貨幣政策目標有所轉變。央行貨幣政策轉向價格型的根本原因來自貨幣政策目標的轉變，即由穩增長和防通脹的“總量問題”，逐漸轉向去杠杆和防風險的“結構問題”。數量型政策可以通過調控貨幣數量來解決總量問題，但無法解決結構問題。因此，價格型貨幣政策逐漸取代數量型，尤其是宏觀審慎政策框架確立之後，雙支柱的調控體系對於防範系統風險，降低杠杆率起到了重要作用。

未來展望：雙支柱框架，大水漫灌難現

維持DR007與R007利差，倒逼表外去杠杆。今年以來DR007維持穩定，但R007和DR007利差高位波動，反映了央行去杠杆的態度，我們認為短期內這一利差將維持。一方面，央行盯住DR007，確保不發生系統性金融風險。另一方面，維持R007相對高利率，流動性在“大行-中小行-非銀-影子銀行”的傳遞鏈條中層層遞減，非銀和影子銀行融資利率居高不下，被迫降杠杆。

完善“雙支柱”的調控框架。央行逐漸確立了價格型貨幣政策和宏觀審慎政策的“雙支柱”調控框架。一方面，央行通過利率走廊引導DR007利率，公開市場操作更加精細化。另一方面，通過MPA考核抑制同業業務和表外業務的無序擴張，降低非銀和影子銀行的杠杆率。而未來雙支柱框架在疏通利率傳導路徑、補充MPA考核框架和加強政策協調方面或將繼續完善。

政策中性穩健，大水漫灌難現。08年後為了刺激經濟增長，貨幣嚴重超發，產生了嚴重的地產泡沫和債務問題等。而今年以來，去杠杆防風險成為政策的主要目標。政府對於經濟增速下行的容忍度提升，更加注重經濟增長的品質。央行也不再關注貨幣數量，而是儘量維持利率的穩定，政策從“大水漫灌”刺激經濟，轉向“精準調控”降低杠杆。而我們認為，在去杠杆取得顯著成果，或者經濟出現大幅回落之前，貨幣政策將不會出現大幅放鬆。

【策略專題報告】盈利向上趨勢進一步確認——17年三季報分析

核心結論：①全部A股17年三季報淨利累計同比18.3%、ROE（TTM）10.3%，較中報繼續回升，預計17年、18年淨利同比為17.5%、13.5%，ROE為10.3%、11%，新時代經濟平穩盈利上的趨勢進一步確認。②中小板三季報淨利累計同比為23.3%，創業板為7.2%，預計全年為25.5%、6%，繼續分化。③消費類淨利同比增速回升最明顯，週期類絕對值最高但增速回落，金融類估值盈利匹配度最優，增速回升明顯的如白酒、醫藥、零售、保險、電力設備等。

三季度淨利同比增速繼續回升。①A股三季報淨利同比為18.3%，較中報略回升。17Q3/17Q2/17Q1全部A股歸屬母公司淨利累計同比分別為18.3%/16.3%/19.8%，剔除金融後為35.1%/33.3%/48.5%，剔除金融兩油後為35.0%/33.1%/48.3%，淨利潤同比增速均上升。②17Q3/17Q2/17Q1全部A股營收累計同比為19.5%/19.8%/21.0%，剔除金融後為22.5%/23.5%/25.4%，剔除金融兩油後為22.7%/23.7%/25.4%，營收同比略回落。

17Q3/17Q2/17Q1全部A股毛利率為19.36%/18.94%/19.10%，剔除金融後為19.16%/18.91%/19.08%，剔除金融兩油後為19.32%/18.97%/19.13%，毛利率略回升。③全部A股17年全年預測淨利同比（PE（TTM，整體法，下同））為17.5%（20.1倍），剔除金融後為28.9%（31.0倍），剔除金融兩油後為37.4%（31.1倍）。

資產周轉率助推ROE回升。①17Q3A股ROE進一步回升至10.3%，中期仍處在上升週期。全部A股17Q3/17Q2/17Q1的ROE（TTM）為10.3%/10.1%/9.7%，剔除金融後為8.8%/8.3%/7.8%，剔除金融兩油後為8.8%/8.8%/8.2%，均在進一步回升。②資產周轉率上升成為支撐ROE繼續回升的主因。17Q3/17Q2/17Q1全部A股資產周轉率為0.175/0.169/0.164次，剔除金融後為0.614/0.603/0.600次，剔除金融兩油後為0.61/0.56/0.54次，資產周轉率繼續回升。③三季報業績進一步確認新時代的基本面特徵：經濟平穩盈利上。A股盈利從2016年中開始拐頭向上，三季報顯示17Q3/17Q2/17Q1全部A股歸屬母公司淨利累計同比分別為18.3%/16.3%/19.8%，ROE（TTM）分別為10.3%/10.1%/9.7%，盈利向上趨勢進一步得到確認。

各板塊和行業之間盈利明顯分化。①17Q3/17Q2/17Q1主機板歸屬母公司淨利潤累計同比為18.4%/16.3%/19.7%，單季度同比為22.4%/13.1%/19.7%，主機板淨利同比增速較中報回升。17Q3/17Q2/17Q1中小板歸屬母公司淨利潤累計同比為23.3%/23.2%/26.7%，單季度同比為23.5%/20.8%/26.7%。②金融、地產、消費估值和盈利匹配度較好。17年Q3消費和科技淨利占比整體較中報回升。從大類行業累計淨利占A股比重看，17年Q3金融為51.8%，週期為18.5%，房地產為3.6%，消費為14.4%，科技為4.7%，其他為6.9%，金融、消費、週期淨利潤占A股比重達到90%左右。消費類利潤增速回升最明顯，週期類絕對值最高但增速回落，金融類估值盈利匹配度最優。按照11-16年三季報淨利潤占全年比重和17年三季報業績，推算中信一級行業17年預測淨利同比和動態PE，結合當前ROE（TTM）與PB，綜合來看銀行、非銀、地產、家電、建築、汽車估值盈利匹配度較好。

風險提示：經濟增速加速下滑、通脹高企。

行業與主題熱點

傳媒：傳媒防禦特徵逐步凸顯，推薦基本面優質的龍頭標的及超跌底部個股。

自7月中旬反彈以來，傳媒板塊漲幅在全行業排名逐步提升提至第11名，我們認為在上證50不斷創新高，並隨時可能回檔的情況下，傳媒板塊的防禦及穩增長特徵正在凸顯。一方面傳媒板塊經過兩年的深跌，估值層面整體已處於歷史低位水準，另一方面伴隨著新消費升級，需求端推動優質龍頭個股的加速成長（我們認為：消費升級由衣食住行到精神文化娛樂升級，消費升級的機會對於傳媒來說才剛剛開始，對應未來二級市場也將由食品飲料家電向傳媒延伸）。在這種情況下，我們一方面推薦基本面優質、商譽較少、長線看好的龍頭品種完美世界和光線傳媒；另一方面推薦超跌個股長城影視和奧飛娛樂（超跌、成長龍頭）。

風險提示。影視公司作品不達預期風險。

鋼鐵：盈利維持高位，限產考驗到來

唐山正式公佈冬季採暖限產計畫。唐山正式公佈的冬季採暖限產計畫，限產力度仍約為50%，但不同企業分等級對待，但預計實際產量影響或略小於預期。

需求下行與限產開始使得市場心態不穩。我們認為季節性因素到來，疊加同時限制工地施工力度，使得市場對鋼鐵心態不穩，上周社會鋼材庫存持平，顯示需求有一定程度的明顯下降。

三季度盈利大幅增加。三季度業績220億元左右，同比增長約400%，環比增長約120%，是過去十年最好的時光，但相比2006-2007年仍有空間。四季度雖然鋼價有所下跌，但盈利能力仍在高位，限產對盈利起到砥柱的作用，從過去兩年看，政策起到絕對的作用，展望四季度和明年一季度，我們認為在擴大限產、延長限產的情況下，盈利能力仍維持在中高位置，這對市場起到一定支撐。

關注板材類公司。由於製造業活動不太受冬季採暖停工影響，且製造業活動本來季節性因素就小，因此我們認為四季度至明年一季度製造業用鋼仍能維持較好的情況。

風險提示。行業波動性仍存；政策風險。

農業：三季報總結：養殖盈利下滑，拖累整體業績

子板塊分析：養殖盈利下滑，拖累整體業績。1) 畜養殖：豬價走弱導致業績下滑。今年一季度生豬均價達17元/公斤以上，但二、三季度大幅下滑，生豬養殖利潤大幅縮窄，導致前三季度多數企業業績下滑。2) 禽養殖：雞價同比大降，業績全面下滑。今年上半年，全國各地爆發H7N9型禽流感，導致工廠學校等停止採購，禽肉消費需求受到巨大打擊，價格持續低迷，三季度相比上半年價格有所回暖，但同比去年仍舊較弱，前三季度父母代雞苗均價為23.8元/套，商品代雞苗均價1.4元/羽，雞肉均價9.2元/公斤。受此影響，各企業業績同比大幅下滑，其中益生股份、民和股份分別虧損1.9億元和2.9億元，聖農發展、仙壇股份分別盈利9496萬元和6527萬元。3) 飼料：收入利潤繼續穩健增長。2017年前三季度飼料板塊收入和歸母淨利潤增速分別為16%和20%，繼續保持穩健增長。由於飼料企業多有產業擴張或延伸，業績表現有所分化。其中海大集團、大北農飼料業務占比較高，前三季度業績表現優異，利潤增速分別為31%、41%；新希望受種禽業務拖累，業績下滑8%，但相比中報有向好趨勢；通威股份光伏業務貢獻較大利潤增量，加上水產飼料景氣度較高，業績同比增長70%。4) 動物疫苗：龍頭表現優異，政策衝擊較大。2017年前三季度疫苗板塊收入和淨利潤增速分別為3%和12%。今年以來，受取消豬廬、藍耳招采的影響，部分企業業績下滑，其中普萊柯受影響最大，加上去年獲得補貼較多導致基數較高，三季報業績下滑41%。中牧股份也受到招標政策變化的影響，主業有所下滑，但由於減持金達威獲得投資收益，三季報業績增長22%。生物股份受益客戶規模擴張和新產品圓環放量，同比增長41%。海利生物由於口蹄疫市場苗上市，增速提升至18%。5) 種子：總體增長，龍頭分化。種子板塊前三季度收入和淨利潤分別增長4%和220%。種子的銷售主要集中在四季度和次年一季度，三季度確認收入較少。一方面水稻龍頭隆平高科受益隆兩優、晶兩優等優勢品種放量，業績大幅增長60%，另一方面敦煌種業由上年的虧損1.8億元到今年盈利1.2億元，大幅扭虧拉動板塊業績。受玉米種植面積繼續調減影響，玉米種子龍頭登海種業前三季度淨利潤下滑52%。6) 農產品加工：糖價上漲，制糖板塊業績大幅提升。年初以來國內糖價持續高位運行，前三季度現貨均價達6693元/噸，同比上漲20%。糖價上漲帶動制糖企業業績大幅提升，其中南寧糖業大幅減虧，貴糖股份扭虧為盈，中糧糖業由於貿易業務利潤豐厚，業績同比增長52%。

年初以來跑輸大盤16.77個百分點。2017年1月1日以來，農業股累計漲幅-7.89%，跑輸全部A股16.77個百分點（-7.89% vs. 8.88%）。從單月情況看，1-7月全面跑輸，僅8月、10月取得正收益。

風險提示：宏觀經濟下滑，農產品價格大幅下跌。

傳媒：中韓外交部門展開溝通，兩國文娛產業交流或將正常化

【傳媒板塊走勢】昨日SW傳媒指數上漲0.32%，上證綜指上漲0.09%，深證成指上漲0.49%，創業板指上漲0.74%。

【傳媒個股漲跌幅排名】漲幅前三：國旅聯合（9.95%）、中視傳媒（4.49%）、天舟文化（4.34%）；跌幅前三：新華傳媒（-5.22%）、中泰橋樑（-3.76%）、平治資訊（-3.61%）。

【昨日重點公告】【掌趣科技】聘任副總經理、董事會秘書公司于2017年10月31日召開第三屆董事會第十七次會議，會議審議通過了《關於聘任王娉女士擔任公司副總經理、董事會秘書的議案》。李好勝先生因個人原因辭去公司第三屆董事會董事、副總經理、董事會秘書職務。【絲路視覺】首次公開發行前已發行股份上市流通提示性公告本次解除限售股份的上市流通日期為2017年11月6日，本次解除限售的股份數量為4992萬股，占公司總股本44.92%。【長城動漫】2017

年第三季度季報2017Q1-Q3實現營業收入1.58億元，同比減少31.56%；實現歸母淨利潤0.35億元，同比增加137.13%；基本每股收益0.1元，同比增加137.48%。【光線傳媒】公司監事減持股份計畫預披露公司股東、監事袁若葦女士因個人資金需求，於2017年10月31日向公司遞交《股份減持計畫告知函》，擬共計減持不超過52萬股，占總股本0.0177%。【文化長城】2017年第三季度季報2017Q1-Q3實現營業收入3.71億元，同比增加10.73%；實現歸母淨利潤0.50億元，同比減少54.38%；基本每股收益0.11元，同比減少60.44%。

【昨日重點資訊】【電影】中韓外交部門展開溝通，兩國文娛產業交流或將正常化。（藝恩網）【遊戲】國風二次元手游《元氣封神》昨日開啟全管道刪檔測試。（遊戲陀螺）【體育】轉戰快時尚，耐克將在旗下5000家專賣店開設瑜伽專賣區。（體育大生意）【教育】愛培優獲數百萬元天使輪融資，瞄準新高考自主選拔市場。（芥末堆網站）。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

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。