

行業與主題熱點

傳媒：10月票房增速超40%，市場持續升溫推薦影視院線。

10月全國票房48.07億元，同比增長40.6%；觀影人次1.51億次，同比增長37.3%，平均票價31.8元，與去年同期增長2.6%。10月共上映44部影片，其中7部進口片；整體國產片票房37.04億元，占當月票房77.06%；持續受到十一國慶檔催化，整體國產片票房占比較高。1) 需求旺盛，優質影片有望持續拉動票房市場。2) 四季度估值切換。3) 重點推薦低估值、業績確定性強個股。

鋼鐵：鎳價上漲下的不銹鋼盈利分析。

我們分別測算當鎳價與鋼價雙漲、雙跌、漲跌幅不一時對不銹鋼毛利的影響。結果顯示不銹鋼毛利對鎳價變動存在放大作用，具有彈性。若未來鎳價繼續上漲，保守情況下（即鎳價每上漲1%不銹鋼價格僅上漲0.77%），毛利上漲幅度也將大於鎳價上漲幅度，利好不銹鋼企業，因此我們推薦太鋼不鏽等不銹鋼公司。

資訊科技服務：從三季報看具備長期空間的優質龍頭公司。

我們強調板塊機構配路已處於歷史低點，需聚焦那些高景氣細分行業的優質龍頭公司，估值底清晰、符合產業方向、內生增長穩健的中大白馬是今年的配路重點。下半年好於上半年，智慧安防、大資料增速較快。應用端我們看好智慧安防。

重點報告

【金融工程專題報告】學術研究中的財務異象與本土實證（二）——盈利品質

盈利品質。企業盈利由應計量（未收到現金的收入）與現金流組成。不同組成部分的持續性存在差異，應計量持續性較低，現金流持續性較高。因此，相比應計量，現金流具有更高的盈利品質。學術研究發現，在海外市場，盈利品質對股票收益存在影響。

應計量異象。在美股市場，投資者往往會高估企業盈利中應計量部分的持續性，從而高估企業盈利與股票收益。國內市場也存在類似現象，在控制風格、盈利、行業後，應計量與股票未來收益呈現負相關。

應計量的正常與異常部分。企業的應計量與其銷售變化，固定資產有關。通過行業內的截面回歸，將應計量分為正常與異常部分。研究發現，應計量異象主要由應計量中的異常部分引起。

分配給股權持有人的現金流。現金流是企業盈利中的重要部分。根據現金流的歸屬，可以將其分為留存於企業、分配給股權持有人、債權持有人三類。海外市場的結論是，企業現金流中僅有分配給股權持有人部分具有持續性。類似地，在國內市場中，現金流中僅有分配給股權持有人部分與股票未來收益正相關。

國內市場中，關於盈利品質指標的異象與海外市場的結論基本一致。但是，在控制風格、盈利、行業等因素後，盈利品質指標對股票收益的區分能力有限。因此，其對多因數模型的影響並不顯著。

盈利水準是盈利品質的基礎。按照盈利能力，將股票分為高、中、低盈利三組。研究發現，隨著組間盈利水準的下降，盈利品質指標與股票未來收益的相關性也隨之下降。所以，脫離盈利水準來看盈利品質並不合適。

風險提示：因數有效性變化。

【金融工程專題報告】FICC 系列研究之六一——多品種趨勢策略中的倉位管理方法

本篇報告作為FICC 系列報告的第六篇，主要介紹趨勢策略中的多種倉位管理方法，並在選定基礎策略的情況下，實證對 比了不同倉位管理方法對趨勢策略的提升效果。

期貨趨勢交易策略：採用簡單通道突破策略疊加趨勢篩檢程式來構建基礎交易策略，根據海龜交易法則設定策略初始倉位。以2006/1/1-2017/7/31 內全部已上市商品期貨和金融期貨日資料為樣本構建的基礎策略年化收益率為5.44%，最大回撤為 7.39%，夏普比率為1.21，收益回撤比為0.74。

倉位管理方法介紹：常見的倉位管理方法包括：相關性法、淨值法、目標波動率法、Omega 最優化法、最大回撤法和動態出場法等。其中相關性法可細分為閾值法和資產組合法；淨值法可細分為動量法、均線法和策略法；目標波動率法採用 組合目標波動率來調整整體倉位；最大回撤法可細分為最優化法和相等貢獻度法；動態出場可細分為鎖定盈利法和風險差額法。

倉位管理方法表現：多數倉位調整方法能夠進一步提升策略表現，其中目標波動率法提升效果最為顯著，策略全樣本年 化 收益率為5.37%，最大回撤為4.12%，夏普比率為1.37，收益回撤比為1.30。

通過選定趨勢性較強的品種構建組合，趨勢交易策略及不同倉位元管理方法的表現均有所提升。以表現最優的鎖定盈利 法為 例，策略年化收益率為12.79%，最大回撤為6.93%，夏普比率為1.87，收益回撤比為1.85。

本文將期貨品種劃分為12個小類和3個大類，分別根據不同分類級別（品種\小類\大類）進行倉位調整。發現大多數方 法 的表現隨著分類等級的遞進而下降，但目標波動率法在全部分類等級上效果均顯著。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

【行業深度報告】石油化工：煉化盈利仍處高位，油氣開採業績改善 ——石化行業2017 三季度報分析

石化行業分析

原油價格三季度價格回升。2017 年7 月至今，布倫特油價上漲27.4%，重新站上60 美元/桶；2017Q3 布倫特原油均價 52.10 美元/桶，同比+13.9%，環比+4.8%。石化產品價差表現分化。2017Q3，煉化產品價差表現分化，烯烴價差環比 擴大，芳烴價差環比回落。其中乙烯、丙烯、丁二烯與石腦油的價差環比分別擴大6.5%、11.6%和6.6%，苯、甲苯、二 甲苯與石腦油的價差同比分別回落7.7%、4.9%、 2.2%。代表石化行業盈利變化趨勢的乙烯-石腦油價差環比回升。

上市公司分析

公司分類。我們將石化行業上市公司分為三個子板塊：油氣開採、油服、石油化工。由於中石油、中石化收入、利潤規 模 遠超行業內其他公司，因而我們將單獨分析這兩家公司。

油氣開採板塊：油價企穩回升，三季度業績環比改善。第三季度，4 家油氣開採行業上市公司合計實現營業收入50.93 億 元，同比增長98.40%；合計歸屬母公司淨利潤2.28 億元，同比增長93.08%；淨利潤率4.47%。

油服板塊：油價低位回升，虧損同比收窄。第三季度，12 家油服行業上市公司合計實現營業收入208.05 億元，同比增 長 23.30%；合計歸屬母公司淨利潤-5.57 億元，虧損同比大幅收窄；淨利潤率-2.68%，同比增長25.6 個百分點。

煉化板塊：煉化高景氣，行業盈利處歷史高位。第三季度，31 家煉化行業上市公司合計實現營業收入1402.82 億元，同比增長60.62%；合計實現歸屬母公司淨利潤46.50 億元，同比增長45.13%，環比回升28.49%；淨利潤率3.31%。

未來展望

油價：振幅收窄、趨勢向上。我們預計未來幾年原油均價將逐步上移，以下幾點將支撐油價震盪上行：OPEC 會議或將再次討論延長減產期限、沙特阿美上市預期、2015-16 連續兩年資本支出下降將影響全球原油產量、地緣政治因素。

週期：我們認為石化行業景氣高峰出現在2016-18 年。乙烯-石腦油價差持續擴大，預示著石化行業盈利持續改善。預計 煉油化工行業盈利仍將維持高位。

投資建議

投資建議。在油價震盪上行過程中，關注油價反彈五類投資機會：油氣開採、業績彈性、油服設備、煤化工、綜合油氣。目前我們建議重點關注：新奧股份、新潮能源、桐昆股份、中國石化。

風險提示。油價持續下跌、石化產品價差回落、行業景氣度下行。

【行業深度報告】房地產：房地產行業2017 三季報綜述：調控持續，城市和開發商分化繼續

2017 年三季報所反映的問題。行業集中度高位略有回落：2017 年三季度末，龍頭公司市占率相對2017 年上半年的高位 有所回落。截至2017 年前三季度，四家A 股龍頭地產企業全市場銷售金額占比為8.55%，銷售面積占比上升至4.46%，分別為2017 年上半年的9.26%和 4.80%回落0.71 個百分點和0.34 個百分點。由於招保萬金四家龍頭地產商更多聚焦一線城市，這使得四家龍頭開發商的銷售金額占比要明顯高於銷售面積占比。

當期銷售和現金流。2017 年前三季度A 股地產企業銷售商品、提供勞務收到的現金為1.55 萬億元，同比增加11.3%；此外，行業2017 年前三季度的購買商品、接受勞務支付的現金為1.20 萬億元，同比增加29.6%。2017 年前三季度行業經營性現金流呈淨流出狀態。

存貨數量保持增長。2017 年前三季度上市地產企業累計存貨達到4.23 萬億元，增速達到19.6%。不僅庫存絕對值創出新高，而且庫存增速有所上升。這主要是由於：1) 2017 年下半年以來房地產政策趨嚴，一線城市預售證限價管理並未放開；2) 部分二線城市也加入了限售和限價的隊伍中來；3) 下半年以來一線和部分二線城市加大了土地供應的力度。

對重點覆蓋企業的分析。我們同時對重點房地產企業的收入、淨利潤、存貨、預收賬款和銷售商品、提供勞務所接受的現金流變化趨勢等做了比較和分析。

投資建議。截至10 月31 日，A 股滬深300 動態PE 為14.12 倍，地產動態PE 為16.16 倍。目前行業基本面和政策面逐步清晰，我們認為板塊分化行情將繼續；因城施策的分類調控將使得藍籌基本面將持續超越行業，估值溢價能力將不斷增長。投資建議：重申板塊4Q 逆襲。繼續看好海通五虎組合【萬科A、保利地產、新城控股、藍光發展、陽光城】和華僑城A、招商蛇口、華夏幸福、濱江集團、廣宇發展等。主題繼續看好長租世聯行。

風險提示。行業面臨加息和政策調控兩大風險。

【行業深度報告】傳媒：傳媒三季報總結：業績穩健增長，掘金細分領域龍頭

三季報總結：1~9 月營收、淨利同比增長均超10%。根據我們統計的154 家傳媒公司資料，整體傳媒板塊2017 年1~9 月實現營業收入同比增速為11.63%，歸母淨利潤同比增速為13.77%，實現穩定增長；從細分板塊來看，遊戲仍是前三季

度增速最為亮眼的細分子板塊，1-9月營收同比+51.83%，歸母淨利+41.8%，營收淨利增速均維持高增長；我們判斷傳媒已告別過去粗放發展的階段，行業格局基本明朗，龍頭公司將充分享受市場集中度提升帶來的業績釋放，真正有價值的龍頭公司是我們重點關注的物件。維持三維度選股思路：1、未來1~2年業績穩健增長確定性強的公司；2、明年估值切換後估值在20X左右的公司；3、專案制公司重點關注新產品上線帶來的預期變化。

影視板塊：關注龍頭股估值切換，優質內容帶動板塊回暖。2017年前三季度申萬文化傳媒版塊下跌17.40%，申萬影視動漫板塊下跌14.4%。前三季度電影市場名義票房427.1億，同比增長20.5%，增長穩健。電視劇市場中，網劇呈現持續強勁攻勢。推薦：光線傳媒、唐德影視、中國電影、新文化。

遊戲板塊：三季報營收同比+68%，歸母淨利+38%。遊戲板塊前三季度營收同比增長68%，歸母淨利同比增長38%，表現亮眼。行業層面來看，2017年Q3國內遊戲市場實際銷售收入達305.3億元，環比增長6.6%，同比增長42.3%。未來持續看好“大IP儲備+研運一體+海外發行”的公司。重點從行業龍頭和邊際向好兩個角度進行推薦：完美世界、三七互娛、帝龍文化。

行銷板塊：新媒體投放增速加快，關注細分管道龍頭。17年6月-8月廣告市場（不含互聯網）實現同向增長，分別為4.8%、5.3%和0.7%，傳統管道投放維穩，新管道投放同比增速加速；互聯網廣告市場30%高增速依舊，移動行銷占比近7成。17年上半年板塊營收增速27%，歸母淨利增速14%，四季度行業旺季，推薦細分管道龍頭：分眾傳媒、視覺中國、思美傳媒、利歐股份。

傳統媒體板塊：行業下行倒逼轉型升級，關注執行力強、佈局初見成效的傳媒國企。互聯網新媒體對傳統媒體的衝擊深遠持續，行業整體增速連續多年放緩，傳統紙媒賴以生存的廣告市場也不容樂觀；有線電視和數位電視使用者首次在近10年內出現下滑。傳統媒體行業不景氣，公司亟待轉型升級，關注執行力強，在轉型佈局上已有成效的公司：皖新傳媒、長江傳媒、東方明珠。

教育板塊：《民促法》風向積極，教育資產證券化浪潮迭起。新民促法9月正式實施，9月以來教育股海外上市迎來小高潮，行業受市場認可。企業的決心、實力和現狀將繼續影響未來一定時期內的發展格局、業績增速。教育產業正處消費升級、政策有條件放開，證券化水準提升的拐點，產業規模集中度有望持續。推薦：威創股份、新南洋、世紀鼎利、百洋股份、開元股份、南方傳媒。

體育板塊：產業持續增長，景氣度依舊。中證體育指數所含24家A股體育公司2017年1-9月總體累計實現歸母淨利潤64.57億元，較2016年同期增長42.45%；增速雖較上年同期有所下降，但依然維持較高增速。體育產業投資邏輯轉向業績為王，行業龍頭公司看點足。關注“體育+”概念。推薦：當代明誠、雙象股份、雷曼股份、三夫戶外、星輝娛樂、力盛賽車。

風險提示：商譽減值風險；解禁減持壓力；行業增速放緩。

行業與主題熱點點評

傳媒：10月票房增速超40%，市場持續升溫推薦影視院線

10月全國票房48.07億元，同比增長40.6%；觀影人次1.51億次，同比增長37.3%，平均票價31.8元，與去年同期增長2.6%。10月共上映44部影片，其中7部進口片；整體國產片票房37.04億元，占當月票房77.06%；10月前三影片合計票房貢獻28億元，占比58.2%：《羞羞的鐵拳》（18.7億元）、《追龍》（4.92億元）、《英倫對決》（4.37億元）；持續受到十一國慶檔催化，整體國產片票房占比較高。1）需求旺盛，優質影片有望持續拉動票房市場。2）四季度估值切換。3）重點推薦低估值、業績確定性強個股。建議關注優質內容公司和院線個股：光線傳媒、捷成股份、華誼兄弟；華策影視、慈文傳媒、唐德影視；院線個股中國電影、上海電影。

風險提示：電影票房不達預期。

鋼鐵：鎳價上漲下的不銹鋼盈利分析

11月1日，鎳價突破13000美金/噸。根據和訊網報導，主要由於宏觀基本面穩定、國內庫存處於歷史地位等原因導致。鎳作為300系不銹鋼的重要原料，占不銹鋼總成本比重大，對產品盈利有較大影響，我們對此次鎳價上漲造成的不銹鋼盈利變化進行測算。

從歷史資料來看，鎳的價格與不銹鋼價格呈現高度相關性，走勢基本一致，這主要是由於鎳價對不銹鋼價格具有成本推動的作用。鎳價的上漲在短期內可能會削弱不銹鋼盈利，但是長期看，不銹鋼價格會對成本上升做出反應，推動不銹鋼價格上漲。

具體來說，取2012至今的鎳鐵與300系不銹鋼價格做線性分析，二者相關係數高達88.43%。二者價格資料取對數回歸後係數為0.7687，意味著鎳鐵價格變動1%時，不銹鋼價格大約變動0.77%。

不銹鋼獨特的產品特性主要來源於在鐵中價格的鉻、鎳等元素。根據不銹鋼種類不同，成分占比也有所不同。200系不銹鋼中鉻含量在16%-18%之間，鎳含量在3.5%-5.5%，此外還加入適量的錳等金屬；300系不銹鋼中鉻含量16%-20%左右，鎳含量在8%-12%之間，但是由於成本考慮，絕大多數的企業以8%最低含量標準進行生產；400系不銹鋼又稱為節鎳型不銹鋼，基本不含有鎳，鉻含量在14%-20%之間。

因此，此次鎳價上漲影響最大的是300系不銹鋼。根據51不銹鋼網資訊，300系不銹鋼冶煉有四種原料配比模式，分別為普通配料模式、完全鎳鐵模式、低鎳鐵+鎳板模式和完全純鎳模式。我們根據以上四種用料模式，以11月1日原料價格對不銹鋼成本進行了成本測算，發現不同模式下，鎳成本占比在48%-63%之間，其中標準模式下占比最低，低鎳鐵+鎳板模式占比最高。

在對成本進行測算後我們發現，總體上看，四種用料方式下不銹鋼成本差別較小，但完全鎳鐵形式的用料配比估算成本總體較低，目前鋼企也普遍採用該種方式進行投料，因此我們對此種用料模式下的收益進行情景分析。

我們分別測算當鎳價與鋼價雙漲、雙跌、漲跌幅不一時對不銹鋼毛利的影響。結果顯示不銹鋼毛利對鎳價變動存在放大作用，具有彈性。若未來鎳價繼續上漲，保守情況下（即鎳價每上漲1%不銹鋼價格僅上漲0.77%），毛利上漲幅度也將大於鎳價上漲幅度，利好不銹鋼企業，因此我們推薦太鋼不鏽等不銹鋼公司。

風險提示：行業波動性仍存；政策風險。

資訊科技服務：從三季報看具備長期空間的優質龍頭公司

回顧10月，電腦指數整體漲幅-4.5%。然而，以海康威視、大華股份等為代表的白馬龍頭卻逆勢上漲。三季報表現靚麗，行業處於高景氣週期的同時，公司積極佈局智慧化時代新趨勢，具備長期增長基礎。我們自7月底《電腦行業跟蹤週報第80期：部分低估值和業績確定性高的標的可以樂觀些了》以來，強調板塊機構配股已處於歷史低點，需聚焦那些高景氣細分行業的優質龍頭公司，估值底清晰、符合產業方向、內生增長穩健的中大白馬是今年的配股重點。

下半年好於上半年，智慧安防、大資料增速較快

2017年前三季度行業整體營收同比增長23%，歸母淨利同比增長23.8%。相比17H1營收和淨利增速都有所增長。這也印證了我們之前的判斷：17年中報是業績底，電腦下半年好於上半年。從細分行業看，大資料、智慧安防、和部分智慧交通/智慧城市標的增速高於行業平均。產業政策和智慧化需求升級下智慧安防增長確定性強，同時大資料、智慧化帶動實體經濟轉型是目前國家戰略重心所在。從內生外延分析看，17年前三季度行業內生增長占比約3/4，淨利內生增速18.4%。

看好AI 和智慧化應用

新一代科技革命與我國加快轉變經濟發展方式正形成歷史性的交匯。在加快建設創新型國家的指引下，從關鍵技術的自主 創新突破到關乎國計民生的各領域，從新IT 技術與製造業的融合創新下不斷催生的新業態新模式，再到融入人們生活的 方方面面，智慧化將成為我國經濟轉型和關鍵領域建設的關鍵。對於人工智慧，從晶片到終端到應用，基礎資訊架構和深 度學習能力已發生深刻變革，應用端我們看好智慧安防。

海通電腦11 月投資組合：海康威視、大華股份、中科曙光、四維圖新、啟明星辰。

風險提示：部分細分領域資訊化需求低於預期，市場波動風險。

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。