

2016年03月30日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

經濟改善的線索與隱憂

工業投資走勢背離的啟示。1-2月工業增加值和固定資產投資增速走勢出現背離。一面是工業增速下滑創新低，反映生產仍在收縮；另一面是投資增速的全面反彈，預示需求短期改善。從短期看，需求改善的線索有哪些，又能否帶動生產的回暖？從中長期看，經濟改善又能否持續？

穩增長再發力，內外需均現改善跡象。從政策看，穩增長是短期內政府首要經濟目標，年初以來總理頻頻表態“確保經濟增速處在合理區間”，各部委紛紛發佈檔落實。從投資看，1-2月地產投資大幅反彈，是投資回升的主要拉動，而3月以來一二三線城市地產銷量全面回升，有望對中上游行業需求形成拉動。中觀行業層面，挖掘機和重卡銷量大幅回升，且挖掘機訂單和開工情況也都在持續改善，粗鋼產量增速和水泥發貨量也都持續回升，印證基建、地產投資短期繼續向好。從消費看，1-2月拖累零售增速下滑的汽車和家電，其3月需求均出現企穩跡象，意味著消費有望企穩。從外需看，高基數效應令1-2月出口增速大跌，港口外貿貨物輸送量增速已現反彈，而低基數效應有望令3月出口增速顯著回升。

工業價格普漲，庫存持續去化。需求的回暖在價格和庫存上都得到了印證。從價格看，宏觀資料中，2月PPI同比、環比在均降幅收窄，生產資料價格普遍反彈回升；2月底以來統計局旬度生資價格和商務部周度生產資料價格也都是環比持續上漲；中觀代表性的鋼鐵、水泥、化工、煤炭行業也都出現了價格持續上漲。從庫存看，宏觀的工業企業產成品存貨和製造業PMI原材料庫存從14年3季度起持續去化，去庫存或已接近尾聲；中觀各行業庫存也是普遍去化，其中鋼鐵廠家和社會庫存均持續去化，水泥庫容比大幅下降並低於去年同期，煤炭則是電廠庫存去化、港口庫存低位徘徊。

盈利回暖帶動生產改善。從發電量看，工業生產普遍需要用電，而火力則是發電的主要形式。3月以來電力耗煤同比增速從1-2月的-16.0%大幅回升至-1.6%，預示3月工業生產回暖，工業增加值增速有望回升。從中觀行業看，鋼鐵、化工等行業也都因供需好轉、價格回升而盈利回暖，從而帶動開工回升，實現生產改善。2月中旬以來鋼價大幅上漲，噸鋼毛利持續回升，令同期高爐開工率觸底反彈、開工率同比降幅收窄，而粗鋼產量增速也在3月反彈回升。化纖行業則受益於國際原油價格持續上漲、PTA產能大幅去化，以及下游織造行業需求的改善，3月以來PTA產業鏈開工率全線走高，且高於去年同期。

但未來經濟存在三大隱憂，令改善持續性存疑。一是地產銷量反彈易衰竭。15 年地產銷量增速在 330 新政後大幅走高，高基數效應令 2 季度地產銷量增速存在下行風險，而 3 月底出臺的樓市調控政策也將令地產需求降溫。二是盈利改善依然任重道遠。當前工業產能依然嚴重過剩，制約企業銷售利潤率回升，而政府表態不搞強刺激意味著需求難以快速大幅擴張，盈利改善仍依賴於降低成本，難有大幅改善，這意味著企業擴大生產的意願嚴重不足。三是美元加息懸而未決。16 年美國加息仍是定時炸彈，隨著美國通脹的快速回升，市場預測 6-9 月會再次加息。因而仍需防範階段性人民幣貶值壓力加大、資金流出的風險，後者或將對經濟構成衝擊。

回檔接近尾聲 反彈或將來臨

上周周初我們提醒投資者市場將現震盪上行格局，關注超跌股票；市場再次驗證了我們的觀點，滬深 300 指數震盪上漲 0.82%，中證 500 指數震盪上漲 2.15%，而自 12 月高點至今跌幅最大的 100 檔股票平均漲幅高達 4.38%。這已我們是自 2 月份以來連續第七周踏准市場節奏！

在本周初，我們擇時週報表明，中長期情緒指標繼續回升，但從期權指標來看，短期偏悲觀。因此我們提醒投資者市場短期出現回檔的可能性較大，但不用過度悲觀，可逢低加倉。從近兩天市場表現來看，與我們前期預期一致，市場已現回檔：滬深 300 指數下跌 1.95%，中證 500 指數下跌 2.56%。在此我們提醒投資者，回檔已接近尾聲，市場後期或現反彈。

大市導航

有色金屬：鎢和稀土——產能彈性排序

鎢：全球絕大部分鎢供應來自中國，下游需求主要為硬質合金（刀具）和特鋼領域。消息面上，近日中國鎢業協會召開會議，倡議繼續控制產能、降低產量，2016 年鎢精礦產量同比下降 15%，重點骨幹企業主采鎢精礦產量和共伴生鎢綜合利用產量共計減產 1 萬噸。同時，繼續實施鎢精礦和 APT 等鎢產品的商業儲備。根據最新市值計算章源鎢業、廈門鎢業、洛陽鉬業的產量（噸/年）市值（萬噸）比分別為 34、24、14。

關注章源鎢業、廈門鎢業、洛陽鉬業。

稀土：中國稀土價格長期受制於產業公司眾多，競爭激烈，稀土價格創下多年新低，屢次價格反彈力度均有限。歸根結底，價格反映供需結構。當前需求疲弱已經充分預期，而如果收儲最終落實，對價格無疑是利多因數。根據最新市值計算，北方稀土、盛和資源、廣晟有色、五礦稀土、廈門鎢業的礦產量（噸/年）市值（億元）比分別為 75、50、28、23、12。

關注廣晟有色、五礦稀土、廈門鎢業、盛和資源、北方稀土。

風險提示：系統性風險。

鋼鐵：鋼鐵可樂觀一些

前期我們對鋼鐵的觀點偏空。除了當時鋼鐵估值仍貴，主要是對供給側改革很不樂觀，此外如需求側沒改觀，鋼價仍會下來。

現在鋼鐵可以樂觀一些，主要是看到需求側在改善。

第一，雖然 2 月份信貸較弱，但今年寬鬆基調已定，赤字擴大也意味著財政積極。

第二，房地產銷售火爆，2 月累計銷售面積增長 28%，新開工同比增長 14%，累計施工面積增長 6%。我們認為投資改善可持續。

第三，鋼鐵盈利改善可持續一段時間。預測今年鋼材消費可持平，但前兩個月日均鋼材供給降 9.8%，3 月份產量仍維持較低位，開工率提升較慢，前期鋼材供給欠帳較多，要求後續產量保持一定增長。部分鋼企難以復工，現存產能利用率階段性提升，鋼企盈利改善可持續一段時間。

第四，從週期角度看，地產調控不改需求階段性改善。

第五，鋼鐵指數前期在三個公司停牌情況下落後上證僅略贏深證成指。更落後其它週期，絕對股價也回落較多。

第六、預計鋼價礦價回檔後再上漲。

風險提示：系統性風險。

航空航太與國防：軍民融合上升至國家戰略，重點關注軍工板塊

3 月 26 日習近平總書記主持召開中共中央政治局會議，審議《關於經濟建設和國防建設融合發展的意見》，把軍民融合發展上升至國家戰略。我們認為這一舉措將利於增加軍工投資總量、引入競爭提升效率、以及推動軍工資產證券化提速。

十三五期間，航太科技集團和電子資訊產業集團明確提出資產證券化率提升目標。我們預期十三五將是軍工資產證券化全面提速的五年。

軍工板塊估值已處於歷史低水準，扣除虧損的船舶板塊後更低。有望迎來戰略性投資機遇。

風險提示：系統性風險。

銅：短期風險與機遇並存，中長期不再那麼悲觀

2015 年銅價格市場回顧：中國宏觀經濟企穩不斷證偽，銅價震盪下行。回顧 2015 年銅價格的整體走勢，仍然以中國經濟增速逐漸放緩帶動的需求走弱為主要變數，全球銅精礦供給過剩為次要變數的共同影響下，震盪下行。倫銅 1 月份急跌至 5369 美元/噸後，至 5 月份逐漸反彈至 6445 美元/噸的年度高點；進入下半年後一路震盪走低 4600 美元/噸。2015 年 1 月 1 日至 12 月 31 日，倫銅區間跌幅 19.66%，區間震幅達到 28.87%。從短期的時間段來看，海外銅精礦以及國內冶煉廠的供給情況和中國宏觀經濟波動導致需求波動的不匹配成為階段性的行情推動力。

2016 年一季度：補庫存需求與金融屬性共振。隨著 1 月份中國 2.5 萬億的天量信貸資料的出爐，引發了市場對於中國再次大規模投資刺激經濟的遐想，點燃了大宗商品市場的做多熱情。與此同時，在美聯儲加息預期延後的背景下，美元指數震盪下行，打開了整個大宗商品金融屬性反彈的空間。在補庫存需求與金融屬性的共同作用下，銅價一路由 4300 美元/噸的低點迅速反彈至 5000 美元/噸。

補庫存暫時告一段落，天量庫存或成憂患。類比 2015 年一季度的行情，彼時也是在中國信貸資料較好的刺激下引發經濟築底回升的預期，銅價格由 5400 美元/噸上升至 6400 美元/噸，上升幅度為 15.6%；滬銅庫存由 3.8 萬噸上升至 8.9 萬噸，上升幅度為 134%。本次銅價由 4300 美元上升至 5000 美元/噸，上升幅度為 16.3%，滬銅庫存由 3 萬噸左右上升至 17.6 萬噸，上漲幅度為 686%，價格的上漲幅度基本與 2015 年一季度的情形持平，但國內庫存的上升幅度遠遠超過去年的水準。

加工費下調，全球銅精礦供給過剩迎來拐點。由於 TC/RC 的變化直接反應的是國際銅礦商和國內冶煉企業的博弈，因此具有一定領先性指標的意義。TC/RC 的拐點出現意味著全球銅礦商的溢價能力增強，相對於礦山產能以及產量的預測是根據之前各大公司資本開支來預測的結果，我們認為 TC/RC 的拐點更能說明未來產量的變化，因此我們認為 2016 年全球銅礦的供給將不會達到市場的預期，也就是說從 2016 年開始全球銅礦供給過剩的局面將開始好轉。

2016 銅價格展望：短期風險與機遇並存，中長期不再那麼悲觀。站在目前的時點上，我們認為國內補庫存的階段基本已經完成。從短期來看，隨著春季開工旺季的來臨，房地產和基建的需求能否接力成為了接下來銅價走勢的關鍵變數。如果在房地產和基建的需求的引領下滬銅庫存被動下降，那麼銅價將持續堅挺；如果經濟復蘇被證偽，那麼及有可能出現類似於 2015 年被動去庫存的情況，銅價將持續回落至前期 4300 美元/噸的低點以下。從中長期來看，由於 TC/RC 的拐點出現，我們認為全球原礦的供給過剩拐點已經臨近，因此我們不再那麼悲觀。

風險提示：中國經濟增速下滑超預期；美聯儲加息時點與力度超預期。

航空貨運與物流：智能物流專題IV——消費物流（下）：去繁從簡，智能先行（電商篇）

電商打開銷售物流成長空間。物流按照實物流轉可以分為供應物流，生產物流和銷售物流。銷售物流是物流過程終端環節，負責產品出庫到運送到消費者手中這一流程。我國銷售物流發展處於初期，智慧化改造空間巨大，看好電商、零售和 3PL 對消費物流推動作用。其中，電商細分下的跨境電商近年蓬勃發展，因此，看好電商整體和其細分的跨境電商領域。

電商打開智能物流新需求。全球電商蓬勃發展，15 年銷售額接近 1 萬億美元。我國電商發展迅速，10-14 年複合增長率達 31%，拉動以快遞為典型的物流行業高速增長。電商主要為 B2B 和 B2C 兩類，B2B 電商依賴協力廠商物流，B2C 電商致力於自建物流。

關注智慧設施設備相關行業。我國現代物流倉儲設施體量較小發展落後，電商進步會帶來倉儲設施改造升級，預計 B2C 電商每年帶動物流地產約 22 億市場規模。同時，自動化立體庫、自助提貨櫃等物流設備也有望受益於電商規模增長而迎來發展契機，預計由電商驅動的自動立體庫 2018 年將達到 25 億市場規模，自助提貨櫃仍有 60 億可發展空間。

跨境電商物流空間巨大。海外代購蓬勃發展奠定跨境電商基礎，同時，政策紅利不斷釋放，跨境 B2C 電商迅速發展。作為跨境電商重要支撐，跨境物流需求受益提振，預計到 2020 年還有超 2000 億可發展空間。目前保稅備貨和直郵是兩種主要模式。清關是跨境物流核心環節和主要難點，伴隨跨境物流快速增長預計清關環節還有 200-330 億增量市場。

投資建議。行業重點公司有向物流地產轉型，價值成長空間巨大的東百集團；有望被申通成功借殼成為快遞第一股，具有稀缺性，借力資本佈局智慧物流的艾迪西；自主開發的跨境電商自動報關系統在寧波海關運營順利，有望向更多跨境電商試點城市延伸的新寧物流。

風險提示：政策風險，宏觀經濟波動風險，市場風險，競爭風險。

中國石化（600028）：2015 年煉化業務盈利大增，為 2000 年以來最佳

中國石化公佈 2015 年年報。2015 年，中石化實現營業收入 2.02 萬億元，同比下降 28.6%；歸屬於母公司股東的淨利潤為 322 億元，同比下降 32.1%。

勘探與開採：油價下跌導致虧損。2015 年公司勘探與開採業務出現經營虧損 174.18 億元。2015 年下半年以來，原油價格逐季回落，特別是 4Q15 原油均價僅 43 美元/桶，導致公司上游開採業務出現較大虧損，其中 4Q15 該業務板塊虧損 139.74 億元。

煉油：盈利大增。2015 年公司煉油業務實現經營收益 209.59 億元，實現扭虧的同時，盈利也大幅提升，僅次於 2009 年 230 億元的盈利水準。

化工：實現不錯盈利。2015年，公司化工業務實現經營收益 196.82 億元，在扭虧的同時，所實現的盈利也僅次於 2011 年（化工業務實現經營收益 267 億元）。

行銷與分銷：盈利穩定。2015 年公司行銷與分銷業務實現經營收益 288.55 億元，同比下降 2.02%。在行銷與分銷業務板塊收入下降 25%的情況下，盈利基本穩定，主要得益於盈利能力的提升。2015 年公司該業務板塊的經營收益率回升至 2.61%。

煉化業務盈利為 2000 年以來最佳。低油價有助於石化行業景氣度的提升，2015 年公司煉化（煉油與化工）業務共實現經營收益 406.41 億元，為 2000 年以來最佳盈利（其次為 2009 年實現 367 億元的經營收益）。

季度經營情況。油價低迷導致油氣開採業務在 2015 年各季度都出現虧損；煉油業務 2Q15 實現的 186.75 億元，為 2000 年單季度最高；化工業務各季度盈利均在 30 億元以上，盈利明顯改善；銷售業務繼續保持穩定。

2016 年生產經營計畫。2016 年，公司計畫生產原油 3.32 億桶，同比下降 5.01%，油價低位徘徊使得上游原油開採繼續面臨很大壓力；計畫生產天然氣 8650 億立方英尺，同比增長 17.72%；計畫加工原油 2.38 億噸，同比增長 0.6%。

2016 年資本支出預計下降 10.6%。2016 年公司預計資本支出為 1004 億元，10.6%。其中勘探與開採業務預計支出 479 億元，同比下降 12.45%；煉油業務預計支出 195 億元，同比增長 28.87%。

風險提示。原油價格回落、天然氣價格下調等。

寧滬高速（600377）：寧滬高速年報點評

公司完成兩項高速資產並購，增強路網覆蓋力度。2015 年公司完成收購甯常鎮溧公司 100% 股權，同時完成廣靖錫澄公司吸收合併錫宜公司項目，設立鎮丹高速公路公司並開展建設前期工作，完成投資建設常宜高速的前期決策，主業規模進一步擴張。兩項資產並購事項完成後收費公路新增運營里程約 252 公里，有效整合江蘇區域內高速公路資產，增強在蘇南路網中的優勢地位。其中甯常高速的收購可以很大程度上彌補因分流造成的滬寧高速交通流量的損失，互補作用明顯。

312 國道滬甯段撤站補償貢獻增量收入。公司 2015 年公告提前終止 312 國道滬甯段收費經營權，由交通控股從留存收益中支付公司經濟補償金人民幣約 13 億元。公司已於 2015 年底獲得第一期補償款 5.26 億，後續將陸續獲得補償。

未來有望受益迪士尼刺激提升客流量。迪士尼開園在即，我們認為合理的票價加上周邊景區的持續改進，客流量超預期的可能性仍舊存在。而公司也有望受益迪士尼周邊景區遊的持續帶動，憑藉蘇南區域優勢，客流車輛有望繼續提升。

風險提示：系統性風險。

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。