

2016年03月31日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

反彈在途中

1. 昨日市場大漲，創業板指漲 4.47%，我們策略週報提出《不急於撤退》，邏輯一：本輪行情源於國內外政策面偏暖推升市場風險偏好，政策面真正考驗需要等到 4 月中下旬，到時再評估。
2. 邏輯二：類比 15 年 4 季度行情，代表市場情緒的指標從底部以來修復程度僅相當於上輪反彈的一半，如成交量、換手率、融資餘額、基金倉位等指標。
3. 結構偏成長，過去反彈時期高 Beta 品種表現更優，如新能源汽車、智慧製造、體育娛樂、軍工等，詳見《反彈途中，熱點在哪？》。穩健類關注漲價的消費品如養殖、維生素印染、白酒、中藥材等。

風險提示。海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

聯儲加息變化繼續挑動市場神經

- 1、大宗商品近期步入反彈的階段性高點。今年以來原油漲幅 48%，鐵礦石 35%，黃金漲幅 23%，美股第三次逼近 18000 點大關，加息繼續成為近期影響全球金融市場最敏感的神經。
- 2、近期市場在美聯儲的鷹派與鴿派之間不斷轉向，重新引發美元走弱。一向奉行政策連續與穩健的美聯儲一時也是舉棋布不定，而分析師與交易員更是猝不及防，全球股市、債市與期貨市場為之上竄下跳。
- 3、加息與否主要看經濟資料，重點觀察通脹與就業率，其次是週邊經濟環境的變化。對金融市場而言，牽一發動全身。加息與否直接影響美元，第一，影響國際資本回流美國。第二，以美元計價的大宗商品價格呈現負相關。第三，美股也因加息引發資金收緊而出現回落，容易誘發前期過道指高點見頂回落。第四，中國降息視窗會因為美元加息而再度關閉。
- 4、美國勞工部公佈 2 月新增非農就業 24.2 萬人，並上修了此前兩個月的非農資料，大幅高於市場預期，同時，其就業市場勞動參與率也出現了持續上升。物價方面，美國核心通脹水準已經高於美聯儲的政策目標，2 月核心 CPI 報 2.3%，是連續第 9 個月上升。

5、國內此前充裕的流動性難以進入實體經濟，在沒能解決三、四線房地產庫存之前，反而造成了一線城市房價大幅上漲，加劇了樓市風險，多地連續出臺限購新政。面對複雜的內外形勢，央行貨幣政策短期左右為難。

6、國內大宗商品供價量齊升，商品期貨市場一改近幾年的低迷走勢，引發場外“新生代”跑步入場，但供大於需的基本面格局沒有發生明顯改變，進入二季度的旺季能否有效改善有待進一步觀察。

7、期指方面，走勢強於現貨，有效突破 60 日均線可看高一線。上週期指多頭有獲利瞭解跡象，尤其是博元退市，對市場績差股產生了較大壓力，市場第二次 3000 點遭遇阻力，連續五天調整。昨日突破 60 日均線，帶量確認突破後可看高一線。

8、商品期貨市場步入震盪，但機會猶存。我們建議關注農產品期貨的補漲機會。對商品期貨整體走勢，繼續關注內外政策變化因素。本次一線城市的房地產調控對市場的短期影響偏負面。國際而言，美聯儲退出寬鬆政策是大勢所趨，美國加息對新興市場的影響也不可小視。

風險提示：聯儲加息預期發生變化。

大市導航

石油化工：低油價有助行業景氣向上，預計本輪景氣高點在 2016~2018 年

判定石化行業景氣的兩大指標：乙烯-石腦油價差、乙烯裝路開工率，以上指標均在顯著改善中，石化已走出低谷，盈利逐季改善。

我們預計石化行業將在 2016~2018 年到達景氣高點。在我們的研究報告《石化行業_深度報告：行業景氣高點有望出現在 2016~2018 年 20140116》中，我們認為石化行業景氣週期一般為 6~8 年，前兩次景氣頂點分別在 2004~2006 年、2010~2011 年，下一次景氣頂點有望在 2016~2018 年出現。

支持石化行業景氣度回升的關鍵因素：（1）油價底部向上，帶動石化產品價差回升；（2）美國乙烷脫氫裝路 2017 年以後投產，此前石油路線乙烯裝路將繼續保持高開工率及高盈利；（3）油價低迷使得國內煤制烯烴裝路紛紛停產檢修。（4）物流發展、薄膜替代等帶動烯烴、聚烯烴需求增長。

關注：上海石化、衛星石化、*ST 華錦、中國石化。

風險提示。油價大跌、產品價差回落。

軟體：反彈仍在繼續，聚焦成長

電腦反彈仍在繼續，我們繼續看多觀點。人工智慧、無人駕駛、企業級 SaaS、區塊鏈等這些新興的技術和模式已經讓很多公司打開了新的空間！

（1）人工智慧方面：

我們看好電腦行業向智慧化演進的趨勢，人工智慧將是今年最大的主題。“人工智慧+”將代替之前的“互聯網+”，在各行業深化應用，安防、金融、大資料安全、無人駕駛、交互模式對 VR 等等；而生物識別在安防和金融等領域的應用則是目前技術最為成熟、產業化進程較快的領域。

推薦標的：長高集團、東方網力。

（2）智慧駕駛方面：

汽車將成為繼手機後的第二個智慧硬體終端。對於電腦企業來說，通過深度學習演算法和大資料的應用，以及高精度地圖等前沿技術切入自動駕駛運營，同時整合從後臺內容、即時動態資訊、到雲端和作業系統，打通車聯網垂直產業鏈都是可行的方向。

推薦標的：千方科技、四維圖新。

（3）企業級 SaaS 和雲模式下的金融 IT

我們認為 SaaS 在中小企業市場已經形成了阿裡釘釘、企業微信和紛享銷客三大平臺。但對於一些有市場壁壘的垂直領域，電腦企業非常有機會。比如較為封閉的黨政軍央企國企市場，又比如中小銀行核心系統上雲。

推薦標的：北信源、潤和軟體、華宇軟體。

（4）網路安全：

“十三五”國家強調對網路空間經濟的重視，強化網路安全是實施大資料戰略的重要保證，政策驅動不斷加強。另一方面，新 IT 趨勢下，企業對雲安全和大資料安全帶來的及時、智慧化回應服務需求越來越強，專業安全廠商和雲服務廠商合作加強，行業整體生態環境向好。

推薦標的：綠盟科技、中科曙光。

風險提示：市場波動風險

銀行：銀行業營改增：負面因素逐步出清，稅負或有上升，細則落地或能緩和

銀行業營改增：稅負或有小幅上升，細則落地或緩和負面影響。近期營改增方案出臺，金融業增值稅相關政策落定。就目前方案靜態測算，實施增值稅後銀行稅負或上升 1 個百分點，盈利增速下降 2 個百分點。考慮到營改增的目的、銀行對實體經濟和資金成本的影響，我們認為後續解讀和優惠或緩和目前的負面影響。

投資建議：風險漸次出清，逐步增配。宏觀層面風險漸次出清，供給側改革各地逐步推進，政府在組織協調和流動性方面給予充分支持，過剩產能去化事件初步暴露，營改增亦落地。流動性方面整體趨於平穩。銀行投資時機逐漸趨近，推薦中信銀行、寧波銀行和北京銀行。

營改增後銀行稅負壓力或小幅上升，各行差異不大。

營改增後稅率提升，銷項稅稅基略大於原營業稅，進項稅可抵扣範圍較少。①稅率提升 0.71 百分點。考慮到增值稅價外稅及相關稅基和徵收調整，增值稅稅率實際上升 0.71 個百分點。②銷項稅稅基略大於原營業稅，進項稅可抵扣範圍較少。

銷項稅稅基：貸款不變，同業更嚴格，且買入返售納入徵收，金融債和企業債仍有不確定性，目前不在免稅範圍。進項稅：存款利息免稅不抵扣；手續費支出和其他可抵扣，但占比低；債券支出抑或不在可抵扣範圍。

如金融債等部分計入銷項，我們測算行業稅負上升 1%，盈利增速負面影響 2 百分點。如不計入，測算行業稅負上升 0.3 個百分點，盈利增速下降 0.5 個百分點。按公佈的稅率、可抵扣範圍和稅收優惠假設，並考慮金融債等利息收入納入銷項徵稅範圍並債券利息支出不能抵扣，15 年半年報數據測算行業稅負上升 1 個百分點（（增值稅及附加/營收）-（營業稅及附加/營收）），盈利增速下降 2 個百分點。

按金融債等計入，我們測算國有行稅負增加較少上升 0.9 百分點，股份行增加較多增加 1.6 百分點，各行差異不大。大行稅負較低或源于其增量稅基買入返售較少，購進不動產等可抵扣進項稅較多。股份行增加較多，或源於買入返售較多。城商行購進不動產等可抵扣項目較少。目前看，農業銀行、中國銀行、興業銀行和寧波銀行稅負增量較小。

如金融債等給予更好的免稅優惠，或好於我們本次測算總體稅負上升 0.3 個百分點，盈利增速下降 0.5 個百分點。

系統改造或壓力有限，影響很小。增值稅的徵收更加嚴格，對銀行系統要求更高，確實可能形成小幅壓力。前期對營改增準備較為充分，且可分期攤銷，影響有限。

細則仍未完全明確，後續解讀或緩和負面影響。

營改增核心是減稅，官方表態亦明確。對行業整體特別是微觀企業，增加企業活力，銀行業稅負如有明顯上升與改革目的不符合。

目前稅收模式下銀行業稅負水準高於國際同業，銀行業有降稅的必要。國內銀行業實際繳納營業稅稅率高於國際同業的平均水準。按 14 年財報總收入進行測算，我國銀行業稅率高於國際平均水準 0.7 個百分點。流轉稅徵稅範圍上，國內計稅基礎遠大於其他國家，我國對金融服務收入普遍徵稅。

銀行稅負成本或對資金成本和宏觀經濟產生一定的影響。①銀行既有成本線上升，或調整原來營業稅下的定價方案，部分轉移稅負到下游，對微觀企業信貸成本和融資可得性產生影響，特別是近年盈利持續承壓，並承擔經濟結構轉型和供給側改革的成本，進一步壓力可能加劇惜貸。②另外，關於同業、債券和類貸款業務的規定可能進一步影響資金傳導，並直接影響整體資金成本。

風險提示：後續解讀未達預期。

力帆股份（601777）：集合智慧、電動、共用，領銜出行新生態革命

1、公司以力帆新能源 i.Blue 1.0 為核心，強化新藍產品、深藍能源、泛藍生活三項目標，集合智慧化、電動化、共用化於一身，投身“出行新生態”革命，立於產業風口浪尖。

2、電動+共用，基於電動汽車分時租賃平臺“盼達用車”，聚合碎片化出行需求，產業起步、正待風來。優勢產品、換電服務、互聯平臺多管齊下，提供智慧租賃、高效充換電，掘金峰穀電價、大幅削減成本。目前已有網點 22 個，將快速複製一二線城市；預計 2016 年/2017 年電動車銷量 3 萬輛/6 萬輛，建設能源站 10 座，到 2020 年計畫達到約 30 萬輛、500 座。

3、智慧化，基於融合新能源、車聯網、無人駕駛三項未來技術，開發具備智慧網聯電動車，計畫 2017 年 6 月推出低速無人駕駛量產車型，具備良好的成長潛力。

4、集合智慧化、電動化、共用化於一身，轉型龍頭、模式新、彈性大，目標價 20 元，買入評級。

風險提示。系統性風險，技術進步低於預期。

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。