

宏觀經濟

經濟通脹回升，貨幣回歸穩健

1. 加息預期延後。上周耶倫再次重申鴿派言論，稱雖然就業改善超預期，但中國經濟放緩和油價暴跌增加了全球經濟的不確定性，也增加了美國經濟的下行風險。而此後公佈的美國3月非農就業維持上佳表現，但由於勞動參與率上升，3月失業率略有回升，而資料公佈後美國4月加息概率維持在4.6%，而首次加息的時間延後到9月份。
2. 3月經濟改善。4月1日公佈的中采和財新製造業PMI均有明顯回升，印證3月經濟出現明顯改善。需求、生產、價格等主要分項指標全面回升，指向製造業景氣回暖。而3月地產銷量增速同比接近翻番，發電耗煤降幅縮窄，亦從側面印證經濟改善。4月初地產銷量維持高增，但發電耗煤降幅擴大，經濟改善持續性存在隱憂。
3. 通脹預期回升。3月食品價格輪番上漲，不僅菜價反季節暴漲，豬肉價格也創出5年新高、3月同比漲幅接近40%，反映通脹預期或正顯著回升。我們預測3月CPI至2.5%，全年2.8%。上半年CPI或仍在3%以內，但下半年存在破3%風險。
4. 貨幣回歸穩健。3月貨幣利率顯著回升，固然有今年新施行的MPA季度考核因素影響，但也不能忽視通脹超增等因素。央行1季度貨幣政策列會強調穩健貨幣政策，而央行3月淨回籠資金超萬億，且MLF證實詢而未發，意味著貨幣政策或從實際寬鬆回歸穩健。
5. 市場困惑加劇。近期各類資產價格均陷入震盪之中，或反映出全球貨幣政策的左右為難，以及市場的困惑加劇。一方面，全球經濟乏善可陳，即便佼佼者的美國也在瞻前顧後，難得改善的中國經濟也令人不敢放心。政府都把增長的重任交給央行，但寬鬆貨幣政策究竟是推升通脹還是增長，市場也充滿疑惑，也使得央行的信譽和有效性受到質疑，體現為資產價格的劇烈波動。

波動市，運動戰

遠景：牛市已過，休整期。回顧本輪牛市，可以分為兩個階段，第一階段是發酵期，從2012年12月4日至2014年11月21日，美國引領的技術創新發力，全球增長模式重構，從要素驅動走向創新驅動，中小創走牛源于盈利向上拐點出現。

第二階段是擴散期，從 2014 年 11 月 22 日至 2015 年 6 月 12 日，央行放水開啟全面牛市，增量資金明顯開始快速入市，整個市場估值提升。2015 年下半年開始轉型牛+大水牛遭遇了兩大煩惱：第一，美國創新動力減緩，全要素生產率下降，美股止漲、開始震盪，中小創盈利增速放緩。而改革並沒發力，經濟增長動力青黃不接。第二，美聯儲加息，人民幣貶值壓力出現，貨幣寬鬆受限。大類資產角度，因股市環境改變，資金流入股市的趨勢中斷。市場重獲生機有兩條路徑：第一，創新重新發力，盈利改善。第二，改革重新發力，效率提升。

近況：震盪行情，抓反彈。增量資金流入的牛市氛圍沒有了，市場重歸存量資金博弈。2013 年存量資金博弈，資金從金融地產等傳統行業流入中小創等新興行業，而現在機構對新興行業配額已較高。難以簡單依靠結構制勝，需要擇時。歷史上，震盪市平均振幅達 40%，趨勢投資者占比大、機構投資者中絕對收益占比高決定著高波動性。短期市場處於政策暖風期的反彈波段，1 月底來就提出：1 月底-3 月初=15 年 8 月底-國慶，震盪築底，3 月中-4 月下=15 年國慶後-11 月中，最

好的做多期。未來需跟蹤兩個方面，第一，國內外經濟政策，如 4 月中旬中國經濟資料及中央政治局會議上政策動向、4 月 26-27 日美聯儲議息會議，第二，情緒修復情況，如成交量、換手率、融資餘額、機構倉位等。

策略：運動戰術，折返跑。我們提出，放眼全年，宏觀調控今年注重“區間調控、定性調控、相機調控”本身就預示著未來政策仍有變數，因此，珍惜當下，清醒地投入，運動戰術、折返跑。我們將本次行情與 2015 年 8 月底-11 月中比較，市場反彈階段往往是彈性大的品種會輪番表現，尤其是階段性有催化劑、前期漲幅落後的行業。2015 年 11 月初《年底重視么蛾子出現》看好券商，邏輯就是券商高彈性、前期滯漲、四季度基本面環比改善，推薦後券商股連續三個漲停。目前

市場仍在政策暖風期的反彈中，高彈性品種如新能源汽車、娛樂體育、券商、軍工。此外，穩健防禦時，選漲價的消費品，這一輪漲價本質上是貨幣現象，而非週期復辟的需求回升，供給端更緊的消費品漲價動力更強。我們 2 月中旬開始推薦下游漲價品種，如養殖、維生素、染料，已為市場共識，可繼續關注的板塊如白酒、中藥等。

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。

期貨之石油天然氣：原油周度觀點——每次調整都是機會

①回顧：1、2 月我們重點推的原油買入看漲期權，油價漲幅大於 50%，買入看漲期權最少有十倍漲幅；3 月我們的觀點是油價追高謹慎，多頭止盈，落袋為安。②油價後市觀點：每次調整都是機會。邏輯：第一，油價回落原因。大宗商品反彈得益於補庫需求和中國穩增長預期，但缺乏基本面支撐；此輪反彈主要是貨幣現象，大幅反彈將帶來市場新一輪資產價格失控風險，導致油價回落。第二，出現“倒春寒”。未來 1-2 個季度，如果基本面後續需求資料不能被證偽，本輪油價反彈行

情有可能出現“倒春寒”，即反彈過後面臨調整，目前處在這一狀況。第三，每次調整都是機會。經過大幅下跌的油價，風險已經充分釋放，第一波有宏觀塔臺，商品金融屬性唱戲的行情正在落下帷幕，隨著油價基本面改善，比如美國鑽井數量繼減、美元下跌、凍產預期依然存在，後市第二波上漲好戲將再次登臺，油價 51 日均線支撐位在 34.03 美元，故每次調整都是機會。

風險提示：美元風險，大宗商品市場價格波動風險。

大市導航

傳媒：二季度業績為王

2016 年 1 季度，傳媒板塊下跌 20.7% 為全行業倒數第四。目前板塊估值仍然較高，同時板塊市值較大，個股平均市值方面，傳媒的平均市值為 213 億，居全行業第五。在估值高，市值大的背景下，我們建議中長期關注白馬龍頭（因為行業景氣度高，從部分一季報而言，行業增速仍然強勁）如華策影視、利歐股份、奧飛娛樂、道博股份、威創股份等；短期業績為王，關注低 PEG 個股，比如中文傳媒、省廣股份、利歐股份、立思辰等，同時關注轉型個股，如雙象股份、博瑞傳播、浙報傳媒。傳媒娛樂板塊。影視：關注網劇、網路電影，二季度是排片淡季，加之一季度影視板塊預期過高，所以二季度影視無重大利好，二季度末進入暑期檔，板塊將重新活躍，期間關注網劇、網路電影給公司帶來利好。遊戲、動漫與 VR：

關注電競和 VR 板塊。電競熱點較多，全國電競大賽、AlphaGo 挑戰《星際爭霸 2》、阿裡進軍電競行業。VR 行業初具規模，由於 VR 是消費技術，下游內容製作將決定整個板塊的發展速度。該子板塊彈性大，不適合做防守。行銷方面，內容行銷、數位行銷是各個行銷公司的趨勢，板塊整體估值較低，增速 25% 左右，是基本面較為扎實的子版塊。體育教育板塊。

體育：二季度體育是賽事較多，但另一方面市場預期也較為充分，中長期配路龍頭，道博股份（行銷龍頭）、雷曼股份（足球龍頭）。教育：中長期看好該板塊，市值較小預示資產證券化空間大，人均教育資源匱乏以及地區教育資源不平衡意味著產業資本運作空間巨大。傳統媒體：必須轉型升級，自身資源優勢明顯，無論從資料資源、政府資源以及行業專業性而言，傳統媒體都有著優勢，關注浙報傳媒、道博股份、華媒控股、皖新傳媒。

風險分析：大盤的系統性風險。

煤炭：債轉股和國企改革，煤炭最受益

3 月 31 日兩件大事：1、計畫 1 萬億債轉股。2、山東出臺了一系列國企改革的政策，亮點是 300 億改革基金和推進管理層持股，山東國企改革加速。債轉股帶來的是國企盈利做大的願望，帶來企

業債務成本的下降，非常利好，雖然時間較長，此事僅針對國有煤炭或者鋼鐵公司，將來如果推進更將上漲。由於山西地區上一輪債轉股仍未解決，進度可能較慢，更建議關注非山西煤炭公司：兗州煤業、盤江股份、海德股份、冀中能源、開灤股份。

風險提示：債轉股和國企改革慢於預期。

有色金屬：業績好才是真的好

全年最大的主線是在供需逐漸平衡、通脹預期上升的背景下的商品價格上漲：關注天齊鋰業、馳宏鋅鍺、雲鋁股份、中金嶺南、山東黃金和銀泰資源。年報梳理安全墊高標的：關注橫店東磁、雲海金屬、利源精製、亞太科技、銀河磁體、明泰鋁業、寧波韻升。4月推薦天齊鋰業、雲鋁股份、馳宏鋅鍺、橫店東磁、豫金剛石和銀泰資源。

風險提示：市場系統性風險。

電腦：聚焦符合產業發展方向的真成長

經過3月份的反彈，行業估值維持在高位，好消息是電腦的一季報會相當好，抵消了部分投資者對一季度業績的擔心。4月份，我們的觀點是建議考慮配股在符合未來產業大方向的基礎上，關注真成長和適當估值的品種，具體方向有：

(1) 人工智慧：“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。

(2) 智能駕駛：汽車將成為繼手機後的第二個智慧硬體終端理財產品平臺。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。

(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、企業微信和紛享逍客三大平臺。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。

(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。

從 3 月板塊漲幅前 10 的個股看，互聯網金融、VR、以及次新股受到市場關注。我們認為未來電腦板塊整體突破估值中樞，需要重點關注兩方面內容：

(1) 是否有互聯網金融的實質性政策放鬆，這是電腦板塊能否衝破估值瓶頸的根本。

(2) 後續在網路安全、人工智慧方面的政策性催化。

推薦標的：千方科技、綠盟科技、潤和軟體、北信源、廣電運通、東軟集團、長高集團、東方網力、中科曙光、創業軟體。

風險提示：市場波動風險。

房地產：市場銷售保持穩定，五大觀點解讀後市

假期部分旺銷城市，如合肥、蘇州等陸續出臺政府檔（我們認為整體看意義不顯著）。作為最早且持續看好行業景氣度高位維持的賣方（詳見報告年度報告《景氣高位盤整，估值多元分化》），我們認為短期一線城市銷售、價格波動，不改行業全年復蘇趨勢。對於後期市場，我們強調以下觀點：

觀點 1：對近期政策的理解——抓一點，放一片，定點調控不改全面支援去庫存。

觀點 2：一線調控對二三線城市復蘇影響，市場過於悲觀。

觀點 3：短期波動不改行業復蘇趨勢。

觀點 4：提示會影響市場情緒的事件。

a) 近期各大旺銷城市陸續出臺調控政策，資料波動加大。

b) 4 月公佈的 3 月份新開工和投資資料。從歷史來看，2 月份新開工的陡升之後，3 月的資料多次都出現陡降，之後再進入緩步爬升。短期影響市場情緒，但過往經驗看銷售大致 2 個月左右將恢復。價格恢復後，對新開工恢復無需多慮。

觀點 5：投資建議：拋棄一個偏見，接納一個觀點。偏見在於認為調控後地產股就沒有機會（即使在一輪銷售高點、號稱歷史最強調控 2013 年，地產板塊在 3 月到 5 月，7 月到 9 月也都是跑贏市場）。觀點在於週期板塊機遇一定是預期最差時出現。

當前經濟底部期，整體調控能力明顯弱於過往，一旦市場擔憂銷售和景氣度時，板塊進入投資時點。此外，2016 年 1H 行業機遇仍未來銷售復蘇本身（事實上地產銷售不能復蘇，經濟觸底趨勢即不可確認，A 股無趨勢機會），擇股思路仍應該採取自上而下，選擇銷售復蘇受益品種為主。

看好：仲介行+1) 現金流豐厚(市銷比接近 1)；2) 2016 年 1、2 線城市貨量充足(1、2 線貨值占市值比 3 以上) 品種，包括世聯行、濱江集團、泰禾集團、華髮股份。

風險提示：政策調控加碼。

汽車：“特斯拉”再次來襲，無人駕駛是核心亮點

1、無人駕駛仍是重點推薦板塊，技術和法規大超預期是核心推動力。現階段消費者、投資者認知仍不足，短期仍有望暴漲，複製 2013 年特斯拉概念推動的電動汽車連續漲停。催化劑近期持續醞釀，仍將成市場熱點。2、4 月 1 日，特斯拉定價 3.5 萬美元的 model 3 三天訂單超 27 萬輛過百億美元金額，低成本和標配自動駕駛模組是最大亮點；4 月 20 日北京車展將看到更多無人駕駛產業化信號。推薦亞太股份、金固股份、萬安科技、保千里、歐菲光、得潤電子等，思路仍是先“硬體”後“軟體”，具體見重磅發佈的海通跨行業深度報告《無人駕駛熱血而來，技術法規突破》。3、在電動化、智慧化背景下，共用化正快速起步，更多產業轉型需要，更多產業資源到位，更多商業創新推動，我們推薦共用化將成市場下一個風口，力帆股份、納川股份正步入高速發展的汽車共用跑道。4、電動化方向，把握 2016 年銷量主力，乘用車、專用物流、分時租賃等機遇，推薦比亞迪、天齊鋰業、滄州明珠、多氟多等產業核心標的。

風險提示：大盤系統性風險。

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。