

宏觀經濟

股市是車，匯率是馬——從國際經驗看匯率和股市的關係

北大宋國青老師曾將利率比喻為中國象棋中的“車”，將匯率比喻為“馬”，該出“車”的時候結果被“馬”擋了道。這裡我們竄改後來比喻股市和匯率的關係。而事實上股市和匯率也不是誰擋了誰的道那麼簡單，本報告重點從國際經驗出發，探索下二者究竟有何聯繫。

新興經濟：貶值短期拖累股市，長期提升估值。從短期走勢來看，新興經濟體的股市和匯市是同漲同跌的。俄羅斯、巴西、印度、菲律賓、馬來西亞、墨西哥、印尼等都符合這一規律。而長期看，貨幣貶值最重要的根源是幣值被高估，而高估的幣值會壓制股市以本幣衡量的估值，所以匯率貶值不僅可以釋放風險，還可以減少對股市的壓制。阿根廷、墨西哥、印尼、俄羅斯等經濟體的匯率貶值後，長期反而提振了股市。

發達經濟：匯率、股市皆是因變數。美國、歐盟等發達經濟體均採取浮動匯率制度，所以匯率和股市均是貨幣政策和實體經濟的即時反映，均是因變數，匯率和股市之間並沒有確定的關係。但如果都用黃金對美元和歐元標價，就會發現長期來看，美元和歐元的貶值對股市也是有提振作用的。日本是發達經濟體中一個非常特殊的例子，由於其經濟長期低迷，匯率主要是貨幣政策的反映，而從2010年10月起日本央行可以直接購買股市的ETF來增加貨幣供給。所以2010年後股市、匯率相關性非常高，日元貶值時股市大漲，日元升值時股市大跌。

中國：相關性提高，長期看匯率調整利好股市。從歷史資料看，中國股市和匯市之間的相關性並不高。但15年“811”匯改以來，匯率和股市的相關性明顯增強，表現為匯率大幅貶值時股市大跌，升值或穩定時股市上漲。從其它經濟體的經驗來看，匯率貶值是向市場均衡回歸的過程，也在釋放經濟風險，且貶值後國內資產變得相對“便宜”，有利於解除對資產價格的壓制。所以長期看，匯率貶值反而有利於股市的健康發展。最後要提醒的是，匯率和股市更多是結果變數，要判斷二者的走勢，重點還是要看貨幣政策、實體經濟和風險偏好的變化。

大跌簡評--情緒被摧毀

1. 9日市場繼續大跌，上證綜指跌2.8%，創業板指跌3.6%，主要源於兩大事件打擊市場情緒。人民日報頭版再度刊登權威人士採訪文章，釋放一個信號：經濟運行L型，2月以來的穩增長

政策告一段落了，這澆滅了經濟復蘇的幻想，盤面上有色、煤炭、鋼鐵領跌。此外，對監管層遏制炒股的擔憂仍在，小票繼續跌。

2. 現在是震盪市，波動源於風險偏好變化。1 月底 2638 點樂觀源於政策面暖、風險偏好提升，4 月 17 日轉中性偏謹慎源於政策最好時刻過去、相比歷史反彈時空已可觀。當前市場情緒被進一步破壞，短期很難惡化到前期低點時的悲觀預期，當時對貶值、增長下行擔憂很大。只是病來如山倒病走如抽絲，情緒重新修復需要時間和新的契機。
3. 存量博弈的震盪市賺錢不易，擇時需要反人性，掙的是對手的錢，學習鱷魚撲食，守得起、放得下。拋開擇時，深耕業績一樣能勝出，最近高貝塔類股跌幅居前，消費類相對抗跌，就是業績為王時代的特徵。建議關注業績優異子行業如食品飲料、飼料養殖、新能源汽車鏈等。

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。

大市導航

農業：推薦禽產業鏈，積極佈局飼料和動保

週一股市大跌，但禽鏈個股和我們推薦的大北農、海大等飼料個股表現搶眼，其中聖農發展上漲 2.42%，大北農上漲 1.61%，海大集團小幅下跌 0.12%，我們強調農業投資機會，重點佈局禽產業鏈和後週期的飼料、動保。

1、美國再發禽流感，年內複關或無望，禽鏈景氣週期再添確定性。2016 年 5 月 2 日，美國農業部向 OIE 緊急報告，4 月 26 日，密蘇里州（MISSOURI）的 1 家農場發生 H5N1 亞型低致病性禽流感。按照現行的規章制度，外國如果要申請複關一共需要 6 個月左右的時間。由於目前我國對美國實行全面封關，未對非疫區開放進口，此次美國再次發生疫情或將導致其年內複關無望，作為我國最大的祖代白羽雞供應國，美國的持續閉關將為白羽雞的景氣週期再添確定性；

2、豬價破“20”，後週期飼料動保擇優佈局。近期豬價突破 20 元/公斤，各地區儲備肉開始大量投放，壓制豬價上漲趨勢，但總體來說，目前生豬供給仍然緊張，年內豬價維持高位幾無懸念。由於目前補欄積極性高漲，3 月份生豬存欄量回升、母豬存欄量企穩，我們預計 4 月份之後母豬存欄將開始逐步回升，相應的飼料、動保企業將迎來景氣拐點。

1) 飼料企業方面，一季度飼料企業的收入下滑幅度小於 2015 年，而一季度飼料價格同比下降，則我們判斷一季度所有飼料企業的銷量表現大概率優於 2015 年，再結合母豬存欄和生豬存欄環比提升的狀態，我們預計二季度飼料企業的銷量會有較明顯改善，前端料銷量占比較高的企業將更為明顯。相對於前期因為養豬業務而股價表現更優的飼料企業，現階段我們會更傾向於飼料業務占比更大的企業，重點提示海大集團、大北農；

2) 動保企業方面，由於存欄量下降導致 2016 年春防招標採購量下滑，同時在激烈的競爭下招標價格也同比下降，各企業招標苗業務都有不同程度下滑，導致一季度整個疫苗板塊表現平平。隨著存欄量企穩回升，秋防招標時部分前期確定資格標的省市或將調高招標數量，同時在豬價高企、存欄回升的背景下，各企業市場苗業務增速也有望環比提升。標的選擇上，我們重點提示天邦股份、普萊柯。

風險提示。大規模禽類疫病再次爆發，進出口政策變動，宏觀經濟下滑。

紡織與服裝：首周儲棉輸出承接強，棉紡相對收益確定性高

根據中國棉花網資訊，5 月 3 日至 5 月 6 日，儲棉輸出累計成交 120350.67 噸，平均長度 28.3mm，成交均價 12066 元/噸，折 3128 價格 13033 元/噸（公定重量）。其中，進口棉成交 92679.47 噸，成交率 100%，折 3128 價格 13811 元/噸；國產棉成交 27671.20 噸，成交率 97.16%，折 3128 價格 12665 元/噸。進口棉由於品質優勢成交活躍，而國棉如此高的成交率超出預期，顯示市場較強的承接能力。有力支撐我們 3 月份棉價是歷史底部的判斷，進一步利好棉企。

3 月以來，棉花現貨價格也呈現緩慢上漲態勢，從 3 月的 11678 元，升至目前的 12476 元/噸左右。我們預計當前棉價是中長期底部。未來棉價預期穩定甚至會有向上波動。棉價穩定、上漲利好棉紡龍頭。從成本／售價定價差的角度，棉價穩定、上漲利好棉紡企業，有利於維持棉紡企業的毛利率穩中有升態勢。並且，紡織龍頭訂單充足，預計 16 年的業績穩健增長。此外，向越南、新疆的產能轉移也符合產業發展趨勢，中長期效益可期。

綜上，棉紡龍頭基本面較扎實，目前 PEG 小於 1，具有較強的防禦性，相對收益確定。投資棉紡龍頭不失為攻守兼備的策略，建議積極關注華孚色紡、百隆東方、魯泰 A、聯發股份、等標的。其中百隆東方棉花庫存最高，棉價上漲最受益；華孚色紡的利潤率最低，產品提價的業績彈性最大。

風險提示：棉價下跌，棉紡企業業績不及預期。

電子元器件：三大 VR 頭顯硬體拆解與供應鏈分析：尋找 A 股真正純正的 VR 硬體標的

硬體投資一直是科技領域投資的優選賽道，借助蘋果、三星的供應鏈迅速從小公司成長為大市值公司的案例不勝枚舉。展望未來，VR 極有希望成為接力智慧手機的科技產品，通過分析三大 VR 頭顯的供應鏈構成體系，尋找細分零部件國內潛在供應商，可以看清 A 股二級市場 VR 概念真正純正的硬體標的。

三大 VR 頭顯預售訂單火爆，出貨目標均或達百萬。3 天時間內 Oculus Rift CV1 的訂單至少達到 10 萬台。HTC VIVE 開啟全球預售不到 10 分鐘，其預訂即超過 15000 台。來自 Piper Jaffray 公司的預測，

2016 年 Oculus Rift 的銷售量將達 360 萬，HTC Vive 預計銷售 210 萬台，索尼 Morpheus 140 萬台。與此同時，三大 VR 頭顯在 2016 年的出貨量目標均劍指百萬台。

中國 VR 市場爆發迅速，前景可期。IDC 預測資料顯示，2016 年中國虛擬實境設備(VR)出貨量將達到 48 萬台，同比增長 476%。艾瑞預計 2020 年 VR 設備出貨量 920 萬台，用戶量超過 2500 萬人。

三大 VR 頭顯硬體拆解與供應鏈分析。分析 Rift CV1 和 HTC Vive 的硬體結構可以發現，主體晶片和感測器晶片主要由美國和臺灣 IC 廠商供應；顯示器方面由三星供應；紅外攝像頭由中國臺灣廠商供應。除歌爾聲學參與到 Oculus 光學鏡頭、聲學部件的供應和整機代工，以及舜宇光學和勁勝精密供應 Vive 的攝像頭和外殼外，中國大陸廠商還沒有大規模進入到三大 VR 頭顯的供應鏈體系。

我們有理由相信，未來 VR 產業鏈也將重複智慧手機的故事，中國大陸廠商將憑藉智慧手機時代建立的供應體系、品質把控、成本優勢，在晶片、感測器、光學鏡頭、顯示器、攝像頭等方面，成功取代部分臺灣、日韓企業，進入 VR 硬體供應鏈中。

目前國內公司中涉及 VR 的硬體公司，按產業鏈劃分如下：1) 視覺計算與圖形渲染晶片：全志科技—H8/A80 晶片應用於 Uranus one 和靈境小黑 VR 一體機；瑞芯微（未上市）—RK3288 晶片成功應用於 Highglass 嗨鏡和 Nibiru VR 一體機。2) 位路追蹤與人機交互：諾亦騰（未上市）—全球動作捕捉與光學位元路追蹤知名廠商；曼恆數位—開發光學位元路追蹤系統 G-motion。（合規提示：海通證券擔任【834534 曼恆數位】在全國中小企業股份轉讓系統的做市商。）3) AMOLED 顯示系統：京東方—2016 上半年 5.5 代線 AMOLED 屏或將量產；深天馬—AMOLED 顯示面板有望切入 VR 頭盔供應鏈中；中穎電子—國內 AMOLED 驅動顯示晶片唯一供應商。4) 光學鏡頭與全景相機：舜宇光學—全球領先的綜合光學產品製造商和光學影像系統解決方案提供商；聯創電子—高端光學鏡頭有望切入 VR 眼鏡及頭盔供應鏈中。5) 結構件與代工：歌爾聲學—獨家供貨 Oculus，供貨索尼、微軟的 VR/AR 產品；勁勝精密—獨家供貨 HTC Vive 塑膠外殼結構件。6) 入股與參股：奧飛娛樂—先後入股諾亦騰、樂相科技和 TVR；暴風科技—“硬體+內容+資本+管道”完整 VR 生態鏈。

風險提示：VR 出貨量不達預期；VR 市場規模預測過於樂觀；國內廠商為進入主流供應鏈；新產品替代。

軟體：電腦行業 2015 年並購業績承諾成績單

2015 年電腦行業並購業績承諾達成率 93%。繼 2015 年報和 2016 一季報總結之後，我們又再一次系統地梳理了整個電腦板塊 2015 年並購業績承諾截止目前完成情況。剔除無業績承諾、16 年為業績承諾第一年以及還未公告披露的（截止 5 月 7 號），電腦板塊披露承諾業績完成情況的一共 87 單，其中未完成承諾 7 單，業績承諾達成率 93.10%。

電腦板塊業績對賭完成狀況平穩。80 單的業績承諾達成樣本中，超額完成率分佈區間為[88.88% ， 0.00%]，7 單未完成的樣本超額完成率區間為[-106.24% ， -14.50%]。87 單樣本中，完成業績合計/承諾業績合計=107.27%，業績承諾超額完成率中位數為 2.96%（承諾業績超額完成率=完成業績/承諾業績-100%）。整個電腦板塊已經披露的業績對賭狀況呈健康平穩狀態，整體上完成了承諾業績，但是也並沒有很大超預期。

並購涉及細分行業多為智慧城市、互聯網金融、資訊安全、大資料。從細分行業來看，2015 年並購案例和涉及金額依次集中在智慧城市、互聯網金融和金融 IT、資訊安全以及大資料領域，相比細分行業景氣度存在一定滯後性。預計 16 年資訊安全、大資料、以及人工智慧領域並購將增多。內生增長方面，2015 年高增長公司集中在雲計算、大資料、資訊安全、智慧安防等領域，與高景氣細分領域部分分析結果相一致。

投資建議。目前電腦板塊整體估值接近歷史平均，不過我們並沒有看到導致板塊大幅上漲的因素出現，因而建議對扎實基本面和符合產業大方向個股的配路，不追風。投資方向上，IT 安全、人工智慧、智慧駕駛、企業級 SaaS 是看好的領域。

風險提示。市場波動風險；中國經濟持續下滑，各領域資訊化需求下降；部分科技股轉型不達預期。

傳媒：行業增速高，泛消費市場大

行業增速高，泛消費市場大。比如一季度電影票房仍然十分火爆，暑期檔《魔獸》等電影的關注度也十分高。行業景氣度依舊，另一個方面，經過近期的調整，很多個股無論估值、市值都是回落到較低的位路。我們的投資策略之一：關注 PEG 較低；2016 年是很多公司的一個並購證明年，我們的投資策略之二：平臺型或並購已顯價值個股。

推薦個股：

影視：關注平臺型公司，華策影視、華錄百納、華誼兄弟、驊威股份；

行銷：推薦優質的頭龍企業或內容行銷公司，省廣股份、引力傳媒、思美傳媒和利歐股份（停牌）；

遊戲動漫：業績與產業佈局並重，奧飛娛樂、凱撒股份、天潤控股；

教育：短期無催化劑，關注六月政策視窗，威創股份、全通教育、立思辰；

體育：短期更重業績體現，推薦雷曼股份、道博股份；

紙媒、廣電：關注轉型升級或者低估值個股：中文傳媒、浙報傳媒、華媒控股、長江傳媒、中南傳媒、皖新傳媒。

風險提示：大盤的系統性風險。

洛陽鋁業（603993）：和自由港簽約，現金收購 Tenke 銅鈷礦 56%的權益

洛陽鋁業和自由港簽約，以 26.5 億美元現金收購 Tenke 銅鈷礦 56%的權益，預計在 16 年第四季度完成。

Tenke 礦是世界級的銅鈷礦。15 年 Tenke 產銅 20.4 萬噸，鈷 1.6 萬噸，探明儲量銅 380 萬噸，鈷 50 萬噸，可以開採 25 年，而且潛力巨大。礦山品位高，銅現金成本不到 2700 美元/噸。15 年 Tenke 收入 13.84 億美元，EBITDA 為 5.13 億美元。

洛陽鋁業現金充裕，情理之中，預期之外；收購將使洛鋁躋身世界頂級的銅生產商和最大的鈷生產商之一。

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。