

宏觀經濟

工業投資回落，滯脹風險未消

1. 工業增速再度回落。4月工業增加值同比增速 6.0%，低於上月 6.8%，也低於市場預期的 6.5%。工業增速回落，印證 4 月 PMI 生產指標和發電量增速雙雙下滑。
2. 投資增速再度回落。4月固定資產投資增速回落至 10.1%，其中產能過剩的製造業增速繼續下滑，基建投資增速高位回落，僅地產投資增速保持穩定。而民間投資增速、占比也繼續下滑。
3. 地產數據一枝獨秀。4月地產銷量增速繼續上升，創 13 年 3 月以來新高，其中一線城市受地產限購政策影響需求萎縮，但二三線城市需求仍在向好。而在房價持續上漲帶動下，銷售額增幅更大，令房地產開發資金加速到位，4 月新開工增速保持在 26% 高位。
4. 滯脹風險依然未消。“權威人士”表態經濟走勢長期維持 L 型，而 4 月社融信貸放緩，工業投資再度回落，5 月經濟開局不佳，都意味著經濟下行承壓。但 4 月物價保持穩定，油價豬價上漲下通脹上行風險仍存，滯脹風險依然未消，也考驗央行穩健貨幣政策決心。

策略週報——小心為上

核心結論：①近期行情主要矛盾是政策面影響風險偏好，1 月底到 4 月中期的上漲源於國內外政策暖提振市場情緒，4 月中以來市場跌源於政策變化引起市場情緒逆轉。②政策重心轉向供給側結構性改革中長期利於股市，短期需警惕改革中陣痛的衝擊，尤其是低等級信用債到期高峰來臨。③耐心等待，小心為上，存量博弈市賺錢不易，寧願錯過也不要做錯。降低預期，業績為王，如食品飲料、飼料養殖、維生素印染、新能源汽車等。

市場情緒已經逆轉。近期行情的主要矛盾是政策面影響風險偏好。1 月底-2 月底我們堅守 2600-2700 點是底部區域，提出 3 月-4 月中是上半年最好的做多窗口期，類似於 15 年 10-11 月中，核心邏輯就是政策面偏暖帶來的風險偏好提升。《什麼時候賣？-20160418》中由樂觀轉向謹慎，指出政策面最好的時候已經過去，對比過去歷史上反彈的經驗，時間和空間都比較可觀，應考慮賣的問題了。政策面的變化已經改變市場情緒。一方面是宏觀政策的微變，權威人士訪談文章《開局首季問大勢》顯示宏觀政策重點由 2 月以來的穩增長、需求側管理轉向調結構、供給側改革。另一方面是股市政策的微變，而近期監管層更多立足于制度建設。

未來仍然面臨考驗。考驗一：供給側結構性改革過程中的陣痛衝擊。改革的過程不可能一帆風順，在去產能去杠杆的過程中債務違約風險可能會階段性暴露。歷史上看，債務違約風險上升會使市場風險偏好下降。未來仍需警惕信用違約事件對資金面及股市的衝擊。考驗二：股市微觀資金供求壓力在加大。16年限售股解禁總市值為 21345 億，定增解禁規模為 13566 億，占比 64%，而 15 年此比例為 29%。由此可見，16 年解禁後的實際減持比例會更高。5 月、6 月、7 月限售股解禁市值分別為 2149 億、2453 億、803 億，其中定增解禁市值分別為 863 億、2257 億、735 億。從 16 年幾個月實際減持的情況來看，3 月以來減持意願加大，隨著五六月份限售股解禁高潮到來，短期仍需注意微觀上資金供求的壓力。

應對策略：小心為上。4 月 18 日以來市場下跌源于政策面微妙變化，風險偏好下降。展望 6 個月的中期市場，大格局上仍是震盪市，宏觀流動性和經濟增長整體平穩，既不會趨勢性變好也不會趨勢性變壞，資金不會系統性流入或流出股市，股市大幅上漲或下跌的可能性都不大，拋棄千點夢，美夢和惡夢都沒有，未來趨勢性機會需要等待盈利的改善。短期而言，市場並未進入安全的可操作期，需要觀察供給側結構性改革推進的情況，警惕這個過程中出現的陣痛，股市的波動及機會往往來源於此，類似於 13 年 6 月錢荒。當前操作上需謹慎，存量博弈市賺錢不易，擇時需要反人性。當前下行風險大於上行風險，寧願錯過也不要做錯，弱市要耐得住寂寞，機會是等出來的。降低預期，業績為王。《養精蓄銳-20160425》、《重回業績為王時代-20160502》中我們反復強調，震盪市中降低預期，市場進入業績為王時代。目前看好食品飲料、飼料養殖、維生素印染、新能源汽車等。

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。

恐慌情緒多次釋放，或將迎來弱勢反彈

上周周初我們提醒投資者“暫時以防守應對，等待恐慌情緒釋放完畢”，市場又一次驗證了我們的觀點，滬深 300 指數下跌 1.77%，中證 500 指數下跌 4.15%。

從擇時體系來看，當前大部分情緒指標偏悲觀，也預示市場的參與程度不高。儘管當下的弱勢行情已經沒有爭議，但我們認為在當前的位罝是一個震盪向下的弱勢走勢，我們需要把握其中的反彈機會。經過上周的大幅下跌，展望本周，我們的判斷是將有一次反彈的機會；主要理由有：（1）我們從更微觀的分時走勢來看，在上週五已經出現了 15 分鐘和 30 分鐘的底背離形態；（2）我們在上週週報中提到的恐慌情緒也已經多次在盤中得到釋放，特別是週四的早盤開盤，上證急速下挫近 60 點，隨後展開反彈，經過多次恐慌情緒的釋放，市場賣盤力量大幅削弱；（3）上周也是多項經濟資料發佈的時點，市場對經濟資料是體現出一種謹慎的預期，在資料兌現以後市場或將表現出“利空出盡”的走勢。整體而言，上周的恐慌情緒在多個事件和資料的共振下得到了充分的釋放，

市場的技術走勢從分時上看已經出現了背離形態，短期有望迎來弱勢反彈，建議投資者逢低參與，見好就收。

風險提示：系統性風險。

大市導航

有色金屬：美經濟喜憂參半，金價震盪觀點

週五公佈的三大重要資料表現超出預期：首先是美國 4 月零售升幅創 2015 年 3 月來最高，一定程度上反應出美整體家庭財務狀況有所改善，其次，美國 4 月核心 PPI 環比上升 0.1%，回到正區域，顯示美國通脹有所回升。再次，密歇根大學 5 月美國消費者信心指數初值觸及 2015 年 6 月以來最高，遠高於市場預估和 4 月終值，該指數在一定程度上反映消費者對美國經濟的態度和預期，這一指數與零售業資料前呼後應，加大了對美經濟後續的消費能力的信心，同時給予美聯儲鷹派更多的資料支撐。最後，本月初公佈的新增非農就業資料雖不及預期，但對比 2005-2007 年美國非農資料表現，在經濟表現強勁時，新增非農就業人數在突破 20 萬關口後便回落，維持在 5-20 萬區間震盪。綜上，可以合理估計，當前美國經濟已經表現出強勢勁頭。短期內，黃金在美國經濟良好表現的壓力下，或出現震盪走勢。

上周大宗商品價格走勢：本周金價下跌 1.15%，銀價下跌 2.07%，鉑金下跌 0.33%，鈀金價格下跌 2.59%，SHFE 金價下跌 0.18%，SHFE 銀價下跌 1.66%，銅價下跌 3.93%，美元上漲 0.82%，WTI 上漲 3.47%。

本周評論：金價整體震盪，利空方面：1、金價獲利回吐；2、目前美聯儲加息更看重通脹水準，美國 PPI、CPI 回升也提升加息預期；3、美國經濟雖然喜憂參半，但就業已非常良好，持續大幅改善的空間小，但其他消費資料持續強勁。中長期看好金價，一方面美國地產景氣見頂，這將影響美國經濟；另一方面人民幣貶值預期大，刺激中國黃金消費。A 股方面，大盤震盪黃金股相對收益較強：推薦山東黃金、中金黃金、剛泰控股、金一文化。

原油方面：預計油價仍以震盪為主，利空：一方面全球需求疲弱，另一方面油價持續上升將導致替換能源複產（雖然目前複產較為艱難）；利好：美國加息預期差，利好大宗商品上行。

匯市方面：預計美元持續反彈，中長期美元見頂（美國經濟增速難超預期），但短期美國仍處於有限的加息週期之內，仍有上行空間。近期還有一個相對確定的品種就是澳元，澳元下行相對確認：1、中國貨幣資料環比偏緊，流動性邊際效應遞減打壓大宗商品金融屬性；2、金屬需求仍然疲弱；3、黑色、有色金屬前期獲利了結，下跌趨勢已成。

經濟指標簡述：本周美國經濟資料喜憂參半。歐元區經濟指標不及預期，經濟下行通脹壓力大。中國方面經濟指標資料表現不佳，經濟面臨較大下行壓力。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

建材：地產投資助建材產量繼續正增長，但需求側強復蘇邏輯難延續

根據國家統計局資料，2016 年 1-4 月，全國規模以上水泥企業累計產量 6.59 億噸，同比增長 3.2%，其中 4 月單月產量 2.16 億噸，同比增長 2.8%；1-4 月，全國規模以上玻璃企業累計產量 2.5 億重量箱，同比增長 1.7%，其中 4 月單月產量 0.62 億重量箱，同比增長 1.7%。

4 月水泥產量增速（+2.8%）較 3 月（+24%）明顯回落，主因是 3 月春節錯位效應致增速畸高，不具參考性。從累計增速來看，1-4 月水泥、玻璃產量繼續正增長，顯示 4 月建材行業需求側維持復蘇態勢。

從下游來看，1-4 月房地產開發投資額累計同比增長 7.2%，增速較 1-3 月提高 1pct；1-4 月基礎設施建設投資累計同比增長 19%，增速較 1-3 月回落 0.6pct。因此房地產投資增速繼續攀升是 4 月建材需求維持復蘇態勢主要原因。

儘管房地產投資銷售、投資增速仍在慣性攀升，基建投資增速雖有下滑但仍維持高位。但隨著“權威人士”再度發文強調供給側改革，市場對於後續地產調控範圍加大到二線城市的擔憂加劇，4 月新增貸款環比亦大幅下降，週期需求側強復蘇邏輯難以持續。年初至 4 月中旬我們以自上而下需求復蘇邏輯為主線，目前時點建議自下而上精選相對抗週期、估值合理的個股：長海股份、再升科技、偉星新材、帝龍新材、東方雨虹。

風險提示：行業基本面下行。

傳媒：白馬股顯買方優勢，個股估值已低

白馬股顯買方優勢 個股估值已低。傳媒公司前期並購擴張逐步落地，應重點關注公司業績。推薦 PEG 較低個股或者產業已經發揮效應的公司。影視：平臺型公司潛力巨大，華策影視、華錄百納、中南重工；行銷：重點關注龍頭公司，利歐股份、省廣股份、藍色游標、引力傳媒；遊戲動漫：業績與佈局並重，完美環球、凱撒股份、天潤控股；教育：重點關注 6 月政策視窗期，立思辰、威創股份、全通教育；體育：短期更重業績體現，雷曼股份、道博股份。紙媒、廣電：業績為王，重點關注低估值或轉型預期強個股：中文傳媒、長江傳媒、中南傳媒、浙報傳媒、華媒控股。

風險提示：傳媒板塊系統性風險；中國 A 股回檔風險導致估值下降。

房地產：政策輻射作用顯現，二線復蘇加速

- 1) 海通地產觀點再度驗證。我們在 2 月全市場最早、最堅定提出行業投資全面復蘇觀點。3 月重點城市調控後提出城市輻射，二線接力觀點。目前基本面走勢與我們判斷一致。全年增速前高後底不改基本面大年觀點（全市場唯一認為銷售面積、金額要再創歷史新高）。
- 2) 二線城市接力，區域差異將確保因城施策。前 4 月，非重點城市投資同比增 7.8%，比重點城市投資增速高 1.1 個百分點。非重點城市投資增速時隔 20 個月後重新超過重點城市。考慮非重點城市待售面積 4.55 億平方米，比去年末仍增加 1233 萬平方米。政策仍將支持，確保去庫存。
- 3) 開發投資繼續加快，先行指標大幅回升。1-4 月份，全國房地產開發投資 2.54 萬億元，同比增長 7.2%。土地購置面積下降 6.5%，降幅比一季度收窄 5.2 個百分點，比去年全年收窄 25.2 個百分點，為 2014 年 11 月份以來最小降幅。
- 4) 基本與股價表現呈現剪刀差。目前資本市場對行業基本面利多麻木，利空敏感，體現風險偏好提升。考慮只要地產穩定，後期經濟穩定無疑，偏好回升屬時間問題。
- 5) 建議從“受益復蘇（保利地產、華夏幸福、華髮股份-市銷率 0.4、PB 接近 1、世聯行、濱江集團）、定增折價（北辰實業、格力地產）、現金安全（中國國貿、華聯控股）、主題（G20-杭州板塊、北辰實業）”四層次邏輯擇股。

風險提示。房地產行業與國家政策緊密相關，一旦國內未來採取更加嚴厲的調控措施將直接影響行業未來發展。

軟體：電腦 EPS 無需擔心，PE 區間擾動決定行情

電腦 EPS 無需擔心，整體投資策略較去年有所不同

我們一直強調，今年電腦板塊的投資策略不能跟去年一樣了。如果說去年電腦的投資策略是敏銳捕捉風口，標的買一堆，右側積極交易的策略。那麼，今年電腦則是不追風，尋找符合產業大方向，基本面扎實的好公司，做波段或中期持有。益於選擇估值下行空間有限的標的，由於電腦子行業和公司估值差異巨大，不是單純的估值絕對數字低就是安全。

具體標的可參考我們的推薦組合，皆是估值下行空間有限的品種。

- (1) 全年電腦行業業績無需擔心：

今年電腦的整體業績無需擔心，收購並表效應加快了業績增速。我們在看多電腦 3 月初這波反彈行情的一個重要觀點，就是認為電腦一季報會相當好，基於對 85 家電腦行業公司一季報業績預測的梳理，後來陸續公佈的電腦一季報驗證了這個觀點。

(2) 中報三季報收購並表高峰，電腦仍有一波戰略級行情值得期待：

收購並表是個重要因素（縱觀幾十年美國 IT 產業史，收購是 IT 公司長大的重要途徑）。我們做了統計，2015 年電腦行業 87 單收購業績對賭，其中 80 單完成，7 單沒完成，完成率 93.10%；87 單樣本中，完成業績合計/承諾業績合計=107.27%。

結論：電腦公司收購業績承諾完成率較好。（參考報告《左三年，右三年，電腦行業 2015 年並購業績承諾成績單》）。

預計並表的高峰效應將出現在中報和三季報，所以今年仍會有一波戰略級的電腦行情可以期待。

(3) PE 擾動決定行情：

既然電腦行業 EPS 無需擔心，那麼 PE 的擾動就決定了行情。電腦公司的轉型在路上，雲化、資料資產、軟體公司在垂直價值鏈的中間環節，等等因素使得今天及未來的電腦公司不再是當年的吳下阿蒙，再回到 11-12 年歷史最低的平均 20-30 倍 PE 是概率極低的事情。因而，可以預見，今年電腦是平均 PE 區間擾動的行情。

風險提示：系統性風險；經濟下行導致 IT 投入降低。

金融：保險防禦功能充分體現，又到增配券商時

非銀行金融子行業觀點：

證券：關注大型綜合性券商及特色小券商。1) 總結：a.經紀佣金率仍呈下滑態勢，但大券商下滑速度略低於行業平均。

此外，從前 4 個月市場份額來看，券商市場集中度有所下降。b.權益類自營規模與 2015 年末相比變化不大，預計證金公司救市資金 1Q 虧損 10%以下，部分抵消淨利潤對淨資產的增厚；債券類自營收益率有所下滑，債券杠杆普遍下降。c.投行業務及資管業務同比增速預計與去年持平。d.融資融券需求沒有顯著回暖，規模略有下滑或增長較慢；在兩融需求沒有顯著改善的背景下，券商更為看重較為機構化的股票質押業務。2) 中長期來看，仍看好行業轉型，尤其是看好大型券商及特色券商。近期證監會頻頻放水錶明瞭對證券行業健康有序發展的支持，去年由於股市異常波動創新大會並沒有舉行，但我們認為隨著負面影響逐步消化，證券行業創新有望恢復。仍看好 2016 年券商業務轉型，單一通道服務商向資本仲介、

財富管理轉型、創新業務多元化發展等方面值得期待。同時我們認為具有特色的、對傳統經紀業務以來較小的券商，業績下滑的幅度將較小或有小幅提升。3) 推薦廣發證券、招商證券、華泰證券、中信證券、寶碩股份（華創證券曲線上市，特色互聯網投行，市值小高彈性）。

保險：關注防禦價值。1) 4月壽險保費預計維持高增長，中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險前四個月個險新單增速預計分別達 240%、40%、90%和 60%。除國壽外，其他公司產品利潤率變化不大，因此新業務價值增速預計也較高。2) 2016 年投資收益或大幅下滑。16 年以來新增固定收益類資產收益率在 3%-5%，債券、存款、非標收益率均顯著下降，權益投資收益率目前來看並不樂觀，另類投資配額難度加大，全年投資收益率超過 5%的可能性小，利差收窄屬大概率事件。3) 準備金折現率的下調對於各公司利潤均產生顯著負面影響，而 2016 年折現率下調的幅度將遠超 2015 年，對業績形成非常大的壓力。目前各家溢價部分仍有較大上調空間，不排除未來會通過上調溢價的方式中和基準曲線下行對利潤的負面影響。4) 2016 年行業景氣難以持續提升，但是市場對於利差收窄和業績下滑風險已經充分反應，而低息環境下保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單和新業務價值增速仍會較快。目前各公司股價對應 16 年 PEV 僅 1 倍，具有較高安全邊際，建議做防禦配額，推薦中國平安和中國太保。

多元金融：關注不良資產管理行業投資機會。未來不良資產市場規模足夠龐大，看好行業發展，主要關注：海德股份、浙江東方、陝國投 A、泰達股份。

互聯網金融：政策環境友好，推薦東方財富，關注同花順。資本市場交易好轉，利好東方財富、同花順等互聯網金融企業業績和估值修復，建議關注。

行業排序及重點公司推薦：行業推薦排序為證券 > 保險 > 租賃 > 信託，重點推薦招商證券、華泰證券、寶碩股份、中信證券、中國平安、中國太保、東方財富。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

交通運輸：供需差改善，訂座率同比下降

1) 上周從需求方面看，行業，國內與國際線均較快增長，增速有一定降幅。2) 從供給角度看，行業整體運力投放繼續增長，行業增速為 20.0%，從供需差與客座率絕對值來看，供需不匹配現象比前一周有所改善。3) 訂座情況顯示，未來 7 天訂座率同比去年低 3 個百分點，未來兩周訂座率同比去年低 3 個百分點，未來三周低 2 個百分點，行業有小幅下降趨勢。

航空需求分析：我們對 5 月 7 日至 5 月 13 日的航空資料進行跟蹤。行業整體、國內、國際航線旅客總周轉量 (RPK) 同比增長 15.8%、12.9%和 26.3%，行業，國內，國際增速分別比前一周下降 1.7、0.6、4.4 個百分點，上周行業整體需求小幅下降，國內線降幅為 0.6 個百分點，國際線降幅較大，為 4.4 個百分點，受此影響，行業整體降幅為 1.7 個百分點，增速降為 15.8%。

航空供給分析：行業整體、國內、國際的總可用座公里 ASK 與去年同期相比分別增長 20.0%、15.3%和 36.4%，增速分別比前一周下降 0.1、上升 0.1 和上升 0.2 個百分點。上周行業、國內、國際客座率同比分別下降 2.8%、下降 1.7%和下降 5.8%，分別達到 77.9%、80.3%和 72.1%。上周供需差有所改善，供給端增速依然大於需求端增速，導致行業、國際、國內線客座率均弱于去年同期水準。未來 7 天訂座率同比去年低 3 個百分點，未來兩周訂座率同比去年低 3 個百分點，未來三周低 2 個百分點，行業有小幅下降趨勢。

航空效益分析：行業整體、國內和國際航線剔除燃油影響的客公里收益同比分別下降 9.7%、下降 8.3%，和下降 12.9%（前一周為分別下降 13.0%、下降 12.1%，和下降 13.7%）。上周行業整體、國內、國際航線總客票收入分別同比上升 5.1%，上升 3.6%和上升 12.0%。

風險提示：行業基本面下行風險。

農業：農業攻守轉換特性凸顯，建議超配

一周市場表現：上周第一個交易日大盤延續上周暴跌，後邊幾日窄幅震盪，單周跌幅 3.42%。農業股漲幅排名全市場第一，且是唯一實現正收益的板塊，單周上漲 0.19%，跑贏大盤 3.61 個百分點。子板塊看，飼料繼續領漲，板塊漲幅達到 7.44%，其中唐人神、禾豐牧業、金新農、大北農漲幅都達 10%以上，分別為 17.29%、16.16%、15.01%、10.07%，板塊中僅正虹科技下跌 17.17%，其他全面上漲；本周農產品加工板塊漲幅第二，主要由於南寧糖業大幅上漲 11.76%，此外西王食品、金健米業也分別上漲 8.49%和 7.80%；本周禽養殖板塊受美國再爆禽流感的消息刺激，表現較好，4 家白羽雞企業民和股份、聖農發展、益生股份、仙壇股份分別上漲 15.22%、14.50%、7.94%、6.67%，畜養殖有所分化，新五豐、正邦科技漲幅明顯，而雛鷹農牧、溫氏股份小幅下跌。

核心觀點：農業攻守轉換特性凸顯，建議超配。近兩周大盤又出現較大波動，市場情緒負面，而此時，農業股顯露出出色的攻守轉換能力，表現優異。由於農業板塊走勢受農產品價格影響較大，而今年無論是養豬、養雞還是制糖都處於行業景氣上行的大週期中，對於投資者來說，無論是傾向於週期炒作，或是講求業績為王，農業都是極佳的配額選擇，當前階段我們仍建議超配。禽養殖重點推薦聖農發展，飼料動保建議配額大北農、海大集團、天邦股份，制糖建議關注南寧糖業、中糧屯河。

風險提示：農產品價格大幅下降。

電子元器件：再論 OLED——確定性爆發的產業，且可能持續超預期

OLED 是對傳統顯示行業的顛覆性創新。最近我們多篇深度報告大力推薦的 OLED 個股持續上漲，是市場對明年蘋果開始逐步採用柔性 OLED 螢幕引爆產業的預期，未來 2016~2020 年行業產值的平均複合增長率預計將在 45% 以上。

目前市場一直關注著 OLED 在以 iPhone 為首的智慧手機上的應用，但是 OLED 在電視、VR、智慧穿戴，甚至照明等領域的應用，都有可能超越市場的預期。拿 OLED 電視來說，2015 年國內 OLED 電視銷量超過 4 萬台，預計 2016 年銷量將達到 30 萬台（AVC 預測），單台消耗的 OLED 面積是智能手機的好幾十倍。同時，OLED 顯示裝置的使用是解決 VR 頭盔眩暈問題的關鍵所在，目前主流的智慧手錶都是採用更加省電和輕薄的 OLED 螢幕。還有隨著技術的進度，如果解決了成本、壽命等問題後，擁有輕薄、光源分佈均勻、可撓等優勢的 OLED 在照明市場也大有可為。這些應用可能都是市場還沒有足夠預期的地方。

我們再來看 AMOLED 產業鏈條，目前中游的 OLED 面板產能基本掌握在三星、LG、夏普、JDI 等傳統 LCD 廠商手中，國內的京東方、深天馬、華星光電等傳統 LCD 廠雖然已開始佈局 OLED 產線，但估計產能大規模投放最早也要到 2018 年前後，和輝、維信諾等廠商規模化產能投放也還需要較長時間。再往設備、材料等上游領域看，日本廠商 Tokki 和 Ulvac 在蒸鍍等關鍵設備領域絕對領先，材料方面德山、鬥山、出光興產、默克、UDC、陶氏等都是日、韓、德、美等國的企業掌控著各自的專利。

所以這樣來看，近期幾年，我們認為國內產業鏈只可以在三方面掙到錢：1) 國內京東方、深天馬、華星光電等公司 2 年以後在 OLED 面板領域預計將佔據一定的市場份額，但需要伴隨著重資產投入，投資回收週期比較長。2) 在 LCD 時代，液晶是一種關鍵的原材料，雖然混晶材料的技術、專利由國外默克、JNC 等廠商把控，但更上游的液晶中間體和單體，我國有萬潤股份、西安瑞聯、康鵬化學等有競爭力的廠商，這是由產業分工造成的必然結果。而即將到來的 OLED 時代，在發光層、傳輸層等材料中，除了升化後的終端材料由日本出光、德國默克、韓國德山、鬥山等廠商專利控制外，更上游的中間體和粗單體則有國內的萬潤、瑞聯、濮陽等公司的一席之地，這可以類似液晶材料上下游的供應格局，產業分工將會給國內廠商在 OLED 上游材料領域獲取可觀的收益。3) 在驅動晶片領域，我們看好未來能進入大的 OLED 面板客戶供應體系的晶片企業。

另外有投資者比較關心中游材料公司的“左右手互搏”的問題，其實液晶材料占 LCD 面板的成本比例只有 3~4%，而 OLED 材料占 OLED 面板成本比例達 7~8% 左右，所以 OLED 材料在同等面積的面板上的價值量更高，對於率先量產 OLED 材料的廠商來說會帶來很大的增量。因此，綜合起來，我們看好 OLED 產業鏈上萬潤股份、濮陽惠成、中穎電子等公司的投資機會，除了智慧手機，未來可能在電視、VR、智慧穿戴，甚至照明等領域持續超預期。

風險因素：系統性風險。

商業貿易：行業基本面企穩，資產價值和估值安全邊際高，選擇質優股

SW 商貿指數上周下跌 5.51%，跑輸上證綜指 2.55 個百分點，居各板塊第 21 位，環比排名相同。上周大盤下挫，上證綜指下跌 2.96%，市場成交量萎縮，除食品板塊以外，其餘板塊均有所下跌，批零板塊表現相對較弱。

上周海通批零指數下跌 4.64%，子板塊中百貨下降 5.05%，超市下降 4.21%，專業市場下降 3.57%，專業專賣下降 4.94%。

海通批零板塊 2016 年動態 PE24.09 倍（剔除蘇甯雲商），同期滬深 300 指數 10.73 倍。其中，百貨 19.51 倍、超市 41.58 倍、專業市場 31.51 倍、專業專賣 77.50 倍。

行業基本面企穩，資產價值和估值安全邊際高，選擇質優股

最近一段時間，在宏觀政策謹慎預期和股市政策引導“脫虛向實”背景下，市場投資風格分化，風險偏好下降，績優的消費類公司受追捧，我們認為這本質上是風險偏好下行下，資金配路正尋求再平衡，消費類行業和公司因基本面的穩定成長和價值安全邊際高等，吸引基金持倉增加，前期食品飲料、家電等消費品的好表現為例證，而批零板塊也將受益，配路比例有望持續提高。

從整體批零行業的業績看：2015 年和 1Q16 收入分別降 0.85%和 1.12%，扣非淨利潤約降 25%和 14%，顯示基本面在 2015 年再探底（實際上是近 10 年來的首次負增長），但 2016 年一季度的盈利角度看下滑已經有所收窄；另一方面，由於 2016 年以來通脹上升，超市行業受益，基本面有所復蘇，以永輝為代表的主要公司一季報業績顯著提升。

從價值角度：批零行業公司普遍具備現金流充沛，資產重估價值高的特點，而這類公司又同時具備低估值，如鄂武商 A、王府井、歐亞集團、中百集團、重慶百貨、合肥百貨等，PE 在 15-20 倍區間或 PS 在 0.3-0.5 倍區間，安全邊際高。這類公司往往又是國企改革的潛在標的，彈性也值得跟蹤關注。

從個股選擇上，我們建議配路：（1）有核心競爭力且業績高成長的公司，如永輝超市（50%+）、小商品城（100%+）、步步高（10%+）、東百集團（300%+）等，關注江蘇國泰；（2）資產價值高，有國企改革機會和改善空間的公司，如中百集團（戰略變革、激勵&業績拐點）、重慶百貨（戰投、激勵&業績改善）、歐亞集團（資產價值高、高管持股、業績穩增長&保險、產業資本增持）、鄂武商 A（資產價值高、治理激勵已改善&淨利穩增長）、王府井（資產注入等）、銀座股份、合肥百貨等。

推薦：（A）受益通脹的超市板塊，首選疊加自身改善和戰略轉型的中百集團，目標價 12.36 元；（B）看好智慧物流轉型標的東百集團，目標價 26.7 元；（C）5 月推薦迪士尼主題性行情受益標的，重點推薦上海本地商業股。

風險因素：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革進程慢於預期；轉型進程的不確定性。

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。