

宏觀經濟

海外觀察：縮表虛張聲勢，難阻通脹上行

1. 美聯儲計畫出售資產。紐約聯儲在週二的一份聲明中稱，將展開小規模國債及 MBS 出售，同時又強調，這些操作並不代表貨幣政策的改變，也不能被當做未來貨幣政策立場作出任何變更的時點的參考，引起市場關注。
2. 貨幣政策態度未變。美聯儲系統帳戶上目前共有 1.74 萬億美元的 MBS，以及 2.46 萬億美元的國債。縮表類似於出售長期債券，如果持續縮表，或導致長期利率上行，對經濟的影響甚至要大於加息，所以真正大規模執行的概率極低。紐約聯儲在今年 2 月也有過類似行為，不代表貨幣政策態度變化，只有實驗意義。
3. 加息預期一再延後。美國 16 年 Q1 經濟增速是兩年以來的最低的 0.5%，而 4 月 CPI 升至 1.1%，創下三年新高。美國貨幣政策以最大化就業和穩定通脹為首要目的。當前通脹仍在 2% 目標以下，但是就業放緩，所以自從去年 12 月加息以後，加息預期屢次延後，目前市場對首次加息時間的預測已延後至 12 月。
4. 經濟資料是決策根本。耶倫曾在 4 月 8 日公開場合談過縮表計畫，但是此前也同樣談論過負利率。美聯儲有鴿派和鷹派，我們認為所有講話都只有參考意義，經濟資料才是決策的根本。當前經濟資料不支援急風驟雨式緊縮。
5. 實物資產最抗通脹。當前通脹上行壓力未改，也會制約未來寬鬆貨幣政策空間，意味著緊縮預期很難消除。但全球央行都在爭當增長衛士，因此無法指望他們有多高的抗通脹決心。而持有實物類資產可以抗通脹，黃金，石油和農產品的上漲仍是趨勢。

風水輪流轉，白馬再稱王

核心結論：①回顧 09 年來市場風格的變化，09-10 年概念成長占優，11-12 年白馬成長和價值藍籌占優，13 年高成長占優，14-15 年概念成長再次占優。②11-12 年白馬成長因穩定的業績增長持續跑贏市場，基金持倉占最高達 24%，之後回落至目前的 5.9%。③當下市場是存量博弈市，白馬成長盈利增長穩定、估值合理、基金持倉低，有望王者歸來。

回顧：各類風格，各領風騷。（1）09年來各類風格各領風騷。回顧09年至今市場的風格變化，可以發現09-10年牛市概念成長股占優，11-12年震盪市和熊市中白馬成長和價值藍籌股占優，13年開始創業板牛市開啟，創業板指代表的高成長股明顯占優，14-15年的牛市氛圍中證1000代表的概念成長股最優。（2）基金持倉結構不斷變化，全樣本白馬成長股已經降至7.8%。我們根據基金重倉股測算持倉占比，可以發現全樣本中白馬成長股在09年Q3至12年Q3之間持倉占比

穩定在20%以上，此後持倉占比逐步減小，2016Q1為7.8%。選取15家耳熟能詳的白馬成長股構建組合，該組合持倉占比從09年開始穩步提高，至13年中達到了頂峰，持倉占比高達24%，2016年一季度該組合的基金持倉占比已經下降到5.9%。

白馬成長，曾經風光。（1）熊市、震盪市期間白馬成長風光無限。熊市和震盪市的11、12年，大盤成長指數相對占優，期間基金持倉持續保持20%以上的高持倉比例。此前構建的白馬成長股組合的基金持倉占比從09Q1的6.3%逐步增大到13Q2的24%，白馬成長股廣受機構投資者青睞。其風光無限由其穩定增長的業績支撐，11Q1-13Q3白馬成長組合單季度淨利潤同比明顯高於上證綜指。

（2）業績支撐，白馬成長股大放異彩。我們回顧08年至今震盪市和熊市中部分白馬成長股的歷史，如歌爾聲學、大華股份和貴州茅臺，這些白馬成長股憑藉其優良的業績大放異彩，股價大幅跑贏大盤指數。

白馬成長，王者歸來。（1）存量資金博弈市，盈利和估值匹配的白馬成長望勝出。從基本面和資金面分析，目前進入上下震盪的存量博弈市，市場投資風格有望再次切換至白馬成長股占優。白馬成長股具備穩定的盈利增長，以及較為合理的估值水準，既擁有一定的成長空間，也存在安全邊際，是弱勢下的最優選擇。（2）我們根據行業研究員的推薦，結合財務指標如淨利潤增速、動態PE、PEG等，精選了20檔股票構建了白馬成長的組合，該組合包括海康威視、歌爾聲學、順絡電子、華宇軟體、鵬博士、烽火通信、省廣股份、華策影視、長園集團、平高電氣、滄州明珠、碧水源、啟迪桑德、華東醫藥、恒瑞醫藥、五糧液、洋河股份、湯臣倍健、小天鵝A和老闆電器。

風險提示。政策效果超預期，海外市場大幅波動。

大市導航

紡織與服裝：儲棉輸出成交高，棉價依然堅挺

截止5月17日，儲棉輸出累計成交33.02萬噸，進口棉成交總量為21.92萬噸，成交率100%，折3128累計加權均價為13661元/噸；國產棉成交總量11.09萬噸，成交率93.93%，折3128累計加權均價為12694元/噸。總體看，兩周來成交率仍維持在高位，成交均價具有一定的溢價率（價格高於現貨市場價格）。

並且據統計，新疆兵團的新棉出清率超過 95%，說明棉紡行業目前仍處在主動補庫存階段。對於未來棉價的走勢需要進一步觀察 6 月份內棉為主的輸出情況。從棉花供需基本面來看，目前國內總供給 580 萬噸左右（國內 470 萬噸左右，進口 110 萬噸左右），需求穩定在 650-700 萬噸，存在 100 多萬噸的缺口，對於棉價有一定的支撐。目前基本可確認 3 月份棉價低點，預計未來圍繞 13000 元上下波動，利好棉紡企業。

據我們跟蹤棉紡企業開台率好於 2015 年，尤其是龍頭企業訂單充足，集中度不斷提升。棉紡龍頭有望迎來量價雙升，業績彈性釋放，基本面較扎實，聚具有較強的防禦性，相對投資收益確定。重點推薦華孚色紡和百隆東方色紡雙龍頭，建議關注魯泰 A、聯發股份等標的。

風險提示：棉價下跌，棉紡企業業績不及預期。

有色金屬：鈷，下一個碳酸鋰？

銅鎳伴生礦，剛果儲量豐。鈷在地球上分佈廣泛但含量很低，約有 50%的鈷資源伴生於鎳，42%伴生於銅或其他金屬。

2015 年全球鈷儲量 710 萬噸，其中，剛果（金）的鈷儲量為 340 萬噸，占全球鈷儲量的 48%，居世界首位。我國鈷礦資源相對缺乏。

大型礦企成壟斷，采選冶煉不一致。從海外企業的供應情況來看，近幾年礦業巨頭已經形成了對鈷原料和生產供應的控制局面。由於剛果（金）工業及基礎設施相對落後，澳大利亞等國也較少有專業的鈷冶煉和深加工企業，鈷礦主產國通常把礦料直接以精礦或粗制中間品的形式出口到中國、芬蘭等國進行冶煉及深加工，因此全球精煉鈷的生產與鈷礦的分佈存在較大差異。

海外礦山減產，原料供應放緩。由於全球鈷市整體供應過剩，多家海外礦業公司實施了減產、停產計畫。2015 年 9 月，嘉能可方面宣佈將暫停尚比亞 Mopani 銅礦以及位於民主剛果的 Katanga 礦業公司 18 個月的生產。從 2016 年原料供應端分析，隨著歐亞資源公司、嘉能可公司以及中小型礦山等公司的供應量有所減少，非洲地區鈷原產地的原料供應量不會出現大幅增長。

收儲短暫化解過剩局面。2016 年 2 月 29 日，我國國儲再次收儲 2800 噸金屬鈷。預計 2016 年 7 月份之前金屬鈷的交割總量將超過 5000 噸，除去所要交割的 300-400 噸左右的進口金屬鈷，其國產金屬鈷的總交割量也會達到 4600 噸左右，近期國內金屬鈷在現貨市場上過剩局面將得到明顯緩解。

需求端：借力新能源汽車東風。從目前鈷的主要消費領域來看，電池領域對鈷的需求最為旺盛。在電池領域中國對精煉鈷的消費從 2010 年的 1.4 萬噸增長至 2015 年的 3.35 萬噸，年均增長率為 19.1%。按照各國的新能源汽車規劃目標來看，全球鈷消費量將達到 17 萬噸。

供需平衡表：2016 年以後逐漸改善。在下游需求的帶動下，未來全球鈷市場將由供應過剩轉為供不應求。CRU 認為，2016~2018 年，鈷在冶金領域將出現每年 3000~3800 噸的缺口。2020 年以後，隨著新能源汽車的崛起以及手機、筆記型電腦的更新換代，化學領域的缺口將更加突出。

投資價值：目前的投資情緒類似 2014 年之前碳酸鋰的行情，即遠景美好但涉及的個股標的都沒有鈷業務的實際業績支撐。

供需邊際改變價格可能預計還要等到 2016 年底，但新能源汽車產業鏈景氣向上將不斷強化原材料行情，當前鈷價處於歷史底部，上市公司紛紛在一級市場佈局鈷資源（二級市場可投資標的不斷增加），因此從長週期看，鈷是很不錯的投資板塊。

關注相關個股。華友鈷業、格林美、洛陽鉬業（停牌）。

風險提示。供給端難以控制無序開採局面。

恆生電子（600570）：強者再出發，參與設立粵財保險，完善金融產業鏈

參與發起設立粵財保險

恆生擬以不超過 1 億元參與設立粵財信用保證保險公司，持股比例 20%。其他參與方包括廣東省融資再擔保、廣州恒運企業集團、TCL、眾誠汽車保險（各方出資 1 億元，持股 20%）。粵財保險致力於運用互聯網技術創新保險服務，通過經營商業信用保證保險為中小微企業和“三農”企業提供增信融資支持。

市場廣闊，驅動力強勁

保證保險市場未來空間較大，推動因素：（1）政策支持。政府不斷推動多層次、多管道支援中小微企業的發展，廣東省力求打造現代金融服務體系，政策環境較好。（2）龐大的客戶基礎。廣東省擁有眾多中小微企業，潛在的融資需求和征信需求較大。（3）直接客戶群體在快速增加。截至 2015 年上半年，廣東小額貸款保證保險覆蓋 6 萬小微企業，個人貸款額近 35 億元，覆蓋的小微企業數量快速增加。

完善金融產業鏈

目前公司客戶覆蓋銀行、券商、基金信託等核心金融企業。此次通過參與設立保險公司，一方面拓展和完善金融產品線，帶來增量利潤空間；另一方面，利用在金融 IT 領域的技術優勢，結合其他各參與方的資源，深挖保險市場，培育潛在增值業務。

我們認為，此次參與設立粵財保險有望進一步完善公司金融產業鏈，培育新的利潤來源。我們預計，公司 2016-2018 年的 EPS 為 1.10/1.54/2.05 元。買入評級。

風險提示：保險業務推進低於預期的風險，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。