

2016年06月17日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 實體經濟觀察：獨木難支

5月經濟資料喜少憂多。宏觀資料中，雖然工業增速走平，但出口跌幅擴大，消費穩中趨降，僅汽車一枝獨秀，投資則全靠基建托底，製造業、民間投資增速皆創新低。中觀行業中，也僅乘用車、重卡需求顯著回升，前者緣於購路稅減半政策，後者受基建投資高增帶動。

但購車減稅政策年底到期，而基建投資高增長持續性則更短，且僅憑基建投資也難以扭轉投資增速的整體回落。6月以來，地產銷量增速仍在下滑，而電力耗煤增速也依然為負，這意味著需求、生產均在走弱。在貨幣政策仍將維持穩健的背景下，短期內財政政策或更為積極。

需求：下游地產、家電、紡服、批零走弱，乘用車仍旺，文體娛樂改善。中游鋼鐵弱改善，水泥走弱，化工尚可，重卡創新高。上游煤炭弱改善，有色仍弱。交運弱。

價格：5月百城房價增速上升，上周國內生產資料價格漲跌互現。

庫存：下游地產回升，乘用車改善。中游鋼鐵去化，水泥回補，化工走平。上游煤炭、有色去庫存。

### 分行業觀察：

下游：地產：6月上中旬地產銷量增速低迷，上周土地成交面積驟降。乘用車：5月乘用車產銷增速回升，成交價格升、優惠力度降。家電：5月限額以上、50家家電類零售銷量增速均大幅下滑。紡織服裝：5月出口、零售同比增速均下滑，內外需同步走弱。商貿零售：5月各口徑下零售增速均下滑，消費穩中趨降。文體娛樂：端午檔全國電影票房和觀影人次同比繼續高增長。

中游：鋼鐵：上周鋼價、毛利反彈，高爐開工續降，社會庫存去化。水泥：上周全國水泥價格震盪下行，企業庫容比微幅上升。化工：上周滌綸POY價格升，PTA產業鏈庫存平、開工微降。重卡：5月重卡銷量同比增速續升，印證基建投資持續高增。電力：5月發電量同比增速歸零，6月中旬電力耗煤同比轉負。

上游和交運：煤炭：上周煤炭價格有平有升，港口煤炭庫存繼續去化。有色：上周LME銅價降、鋁價升，LME銅庫存升、鋁庫存降。大宗商品：上周國際油價先升後降，CRB指數降，美元指數回升。交通運輸：5月港口貨物輸送量增速續降，上周BDI平、CCFI降。

## 言必熊市，真如此嗎？

1.熊出沒，熊出完？“牛短熊長”是對A股的誤讀，因為還有一種狀態叫“震盪市”。1991年1月到2016年1月A股經歷了5輪“牛市-熊市-震盪市”不斷交替的過程，牛市、熊市、震盪市平均持續時間分別為19個月、10個月、25個月，1991年以來6次熊市平均跌幅為49%。本輪股市快速下跌階段持續時間為7個多月、跌幅49%，時空上看熊市已經結束。

上證綜指1月底創出2638低點以來，市場已經持續4個月存在賺錢效應了，1月底至今上漲和下跌公司分別為2027家和737家，個股漲跌幅均值和中位數分別為13.8%、9.4%。這表明15年6月到16年1月底，單邊下跌的熊市已經結束，市場已經進入了震盪階段。

2.震盪市，不偏激。從資金角度看，市場進入存量博弈的震盪市階段。牛市中資金大量流入，熊市中資金大量流出，震盪市資金流入流出大體均衡。今年2月份開始資金流入流出逐漸穩定，市場又重新回到存量資金博弈，類似12年-14年中。

此外宏觀流動性也相對穩定。從基本面來看，未來經濟增長、企業盈利L型。考慮廣譜利率降幅30-40%，只要基本面不明顯惡化，2016年2638點類似於2014年2000點。市場的疑慮是去產能、去杠桿過程中基本面會否惡化，我們認為基本面大概率基本平穩。當前的宏觀環境與90年代末期相似。90年代末期，政府採取了一系列宏觀調整措施，實現了企業去產能、去杠桿，經濟增長走出L形。如今，隨著改革的推進，由於去產能、去杠桿的第二產業占比下降，經濟也將走出“L”形。

3.運動戰，重業績。6月5日《重啟多頭思維》報告中我們就提出，市場經歷過高山峻嶺之後，中期步入丘陵地帶，短期開始爬小山坡，建議重啟多頭思維，這波行情的主邏輯很可能是創新加速和改革提速階段性提升風險偏好，6月14日媒體報導全國金融工作會議或將提前到今夏召開，會議內容可能涉及到金融分業監管架構等一系列改革。中期來看存量博弈的震盪市階段，行情仍會有波動，不能死多或者死空，運動戰應對。中期而言，步入震盪市，業績為王。結構上，存量博弈的震盪市中建議以20-30倍PE的白馬成長股為底倉持有，如食品飲料、家電等，30-50倍PE的高成長股波段操作，如代表智慧製造的新能源汽車/智慧汽車、電子製造。主題方面，關注國企改革中資產注入與殼價值公司。

風險提示：經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期，海外市場大幅波動。

## 大市導航

### 有色金屬：鋰電池待價而“鈷”到幾時？

(1) 相比較於鋰，鈷在當前的鋰電池正極材料中應用要更為廣泛。根據估算，1 噸鈷酸鋰中，鋰的含量只有 0.07 噸，但鈷的含量要達到 0.61 噸，是鋰的 8 倍以上。然而，鈷在地殼中的含量僅有鋰的六分之一，年鈷礦開採量僅有鋰礦的一半，從這個角度看，鈷在中長期內將會是鋰電池成本的一大瓶頸。

(2) 當前來看，手機與筆記型電腦中使用的小型電池主要都是鈷酸鋰，由於其含鈷量高，佔據了鈷每年使用量的很大一部分。其主要優勢在於結構穩定，技術成熟，比容量高。但同時由鈷而帶來的高成本始終是一個大問題。尖晶石型錳酸鋰自 1981 年被制出，便被視為未來取代鈷酸鋰的理想材料之一，其較好的安全性和更為環保的原材料使得其頗受歡迎。更重要的是錳的價格比鈷要低得多，因而廣受追捧。但相關技術仍然很不成熟，這一改變的過程仍然需要很長的時間。

(3) 對新能源汽車上的動力電池而言，三元材料的高容量是其最大的亮點，這對提升用戶體驗有著極大的效用，因此用鈷而產生的較高成本是可以承受的。當前與三元材料競爭的主要是磷酸鐵鋰，其優勢在於成本低廉，但相應的是電容量較低，在乘用車方面很難取代三元材料。參考日韓企業，其鋰電池產品一直以三元材料為主。以全球最大的鋰電池生產商松下為例，供貨給特斯拉的 18650 型鋰電池，使用的正極材料即為三元材料鎳鈷鋁酸鋰（NCA）。可以說目前來看，三元材料代表了鋰電池正極材料未來的發展方向。

(4) 相對於磷酸鐵鋰，三元材料的一個劣勢在於成本。儘管中長期看好其發展，但鈷價過分上漲的可能給這種期望帶來了變數。2015 年 1 月份以來，電池級碳酸鋰價格一路走高，從 4 萬元/噸走到了 17 萬元/噸水準。同年鋰電池正極材料的花費佔據了鋰電池總成本的 30%，2016 年伴隨著正極材料成本進一步提升，電池成本將繼續水漲船高。根據 2005 年 1 月以來的鈷價走勢，我們認為當前的鈷價已經走到了一個歷史低位，兼之新能源汽車總成本中鈷的比例很小，因此鈷價的大幅上漲對下游的影響並不明顯，即使鈷價上漲 500%，下游的毛利率也只是從 25% 下降到了 17%，可以說鈷價上漲的潛力仍然很大。

風險提示：新能源汽車增長放緩，碳酸鋰價格長時間維持在高位，磷酸鐵鋰技術出現突破性進展。

### 軟體：金融科技：不只是用科技手段解決金融問題

由上海市人民政府、一行三會共同主辦的 2016 年論壇落下帷幕，為期兩天的論壇透露出諸多的金融發展動向，其中金融科技浪潮的發展尤其引人關注。

從 2015 下半年起，金融科技就開始逐漸替代“互聯網金融”，成為出現頻率最高的熱詞；而縱觀 2015 年至 2016 年一季度，科技金融（Fintech）是最吸金的領域，根據 CBInsights 資料，15 年該領域 VC 融資額超過 85 億美金，遙遙領先其他行業，且主要分佈在零售銀行、支付&轉帳、借款&理財、財富管理、保險、以及比特幣等相關領域。

從字面上理解，Fintech 是金融和科技的合成，也就是用科技手段來解決金融問題。然而，隨著越來越多的科技初創公司將大資料、物聯網、人工智慧等前沿技術應用到銀行信貸、保險、經紀交易、資產管理等傳統零售金融業務領域，新的商業模式和不依附于傳統金融體系的金融 IT 力量逐漸顯現，比如供應鏈金融、網路借貸、數位貨幣、智慧投顧等等。

傳統金融機構基於其本身業務結構和對風險的把控往往會犧牲效率，然而科技金融卻由於其協力廠商平臺的獨立性和創新技術的引入佔據了獨特的切入點。比如 Mint 可以將使用者所有銀行帳戶集合在自己的資料平臺上，對所有消費資訊、自動整理，生成視覺化資訊；Nutmeg、Wealthfront 等金融投資軟體均可實現自動劃取、分配資金到不同金融產品等。

風險提示：金融科技應用拓展不達預期。

### **軟體：IT 安全：及時性與智能化，兩大新趨勢**

近期安全市場最大的事件便是賽門鐵克公司擬以約 46.5 億美元現金收購 Blue Coat。市場對 Blue Coat 的印象還普遍停留在其是一家專注於提供互聯網安全代理專用設備廠商，在網路安全內容管理方面較強。然而，在資料洩露事故不斷、雲安全重要性逐漸體現的今天，其對賽門鐵克的價值更在於全球智慧型網路防護體系方案（GIN）：及時性：利用其全球範圍超過 15000 家的企業用戶覆蓋，通過即時感知追蹤共用，提供 800ms 級的內容分析和 5 分鐘級的安全資料庫更新；此外，GIN 還通過層次化的方式過濾惡意威脅，分別鑒別 URL 和連結內容的安全性，最後再進行沙箱處理，提高效率。

智能化：Blue Coat 有專門的實驗室會持續追蹤惡意網路和其結構變化，並通過全球網路進行威脅情報共用，豐富其事件處理分析能力，通過識破惡意網路的表像，直擊根源連結。

對於賽門鐵克來說，安全市場早已不是其主導的殺毒軟體時代，以 Qualys、Fortinet、Impera 等為代表的專注于網路和雲安全的新興廠商已把他甩在了後面。不過，作為老牌安全廠商，公司也不甘落後謀求轉型。其企業客戶產品轉型的核心點正在於其全球九大資料中心、1.75 億個設備終端構成的智慧型網路。此次收購 Blue Coat 可謂是集兩家之長，在加強 GIN 全球智慧防護體系的同時，及時性和智慧化安全防護將是其未來發展重點。

相關推薦標的：綠盟科技、啟明星辰、衛士通、恒生電子、同花順、贏時勝、中科金財。

風險提示：IT 安全應用拓展不達預期。

## 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。