

2016年06月22日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

震盪市, 結構勝於擇時

核心結論：①91年以來A股經歷了五輪“牛市-熊市-震盪市”交替，牛熊市宏觀面劇烈波動，震盪市宏觀面相對平穩，當前處於震盪市階段。②震盪市中盈利增長對沖估值下移，結構勝於擇時。產業週期十年一片天，震盪階段孕育未來牛市主導產業。③業績為王，穩定增長如食品飲料、家電等，高景氣成長如智慧製造中的新能源/智慧汽車、電子製造等。

宏觀視角對比歷史，當前步入震盪市。如果將市場單邊上漲定義為牛市，單邊下跌定義為熊市，區間波動定義為震盪市。1991年以來A股走勢，基本上是“牛市-熊市-震盪市”週期不斷交替的過程。除2007/10-2008/10這次熊市以外，其他三次熊市之後市場都會經歷一個漫長的震盪築底過程（15個月-30個月），即市場需要經過充分的休整蓄勢之後才能夠重新迎來新一輪牛市。從2014/7-2015/6，第五輪牛市已經過去，經歷了2015/6-2016/1期間的三輪大跌之後，熊市的主跌浪也已經過去，展望未來，中期市場將進入震盪階段。回顧A股歷史，發現牛市、熊市往往伴隨著宏觀面的劇烈變化。牛市中流動性和經濟增長至少有一個明顯改善，而熊市中這兩個因素至少有一個明顯惡化，而震盪市往往發生在宏觀面相對平穩時期。目前流動性環境偏中性，其次，借鑒1990s末，當前去產能、去杠杆階段經濟增長將保持L型，當前宏觀基本面符合震盪市背景。

震盪市階段，結構更重要。牛市中估值和盈利共同增長，熊市中估值和盈利共同下跌，震盪市階段，估值繼續下移，盈利上漲對沖了估值下移的影響。從短期的角度，A股漲跌90%來自估值波動，震盪市更加注重盈利，需要尋找結構行情。

震盪市中，估值合理、盈利穩定增長的行業和個股更具優勢，2002/1-2005/3期間，行業表現與盈利複合增速正相關，與估值負相關，即盈利增速較高，估值合理的行業漲幅領先，如石化、鋼鐵、煤炭、品牌服飾等行業領漲。2012年，估值低、且盈利穩定增長的行業如地產、家電、醫藥、公用事業等板塊漲幅明顯領先。最近幾個月市場表現也印證了目前主要以業績為驅動，1月底以來中信二級行業區間漲跌幅和16Q1各行業淨利潤同比增速正相關。一些順應時代背景的產業投資機會在震盪市階段已經開始初步顯現優勢，並在隨後的牛市階段爆發。回顧91年以來的市場，歷次震盪市階段，都是後來主導產業脫穎而出的階段。

業績為王，白馬股+高成長股。14年開始機構就經歷了賣白馬成長、買概念成長的調倉過程，白馬成長股中機構持股比例從13年底的21.9%降至16Q1的11.4%。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、電子製造等。從 2010 年以來，全球進入創新的時代，2016 年 6 月召開的全國科技創新大會中習主席強調創新的重要位路 and 創新成果轉化問題，新一輪科技革命蓄勢待發。未來的 1-2 年內新的技術有可能再度爆發一輪創新高潮，而最具可能的方向則是智慧製造領域，如以特斯拉為代表的智慧汽車、電子製造、智慧家居等產業。

風險提示：經濟超預期下行風險，海外金融危機風險。

預計本週五前還將震盪，下周若調整將是買入機會

昨日市場走勢出現了較長的上引線，並且最終收陰。我們在週報中提到本周的走勢將會比較曲折，但整體還是震盪向上的格局。但昨天的上引線讓很多投資者擔心市場會不會迎來調整：從技術走勢上看昨日大盤沖高回落，30 分鐘級別上，向上的一筆在 6 月 13 日的跳空缺口處受到了較大壓力，又跌回到中樞中，形成了頂背離，關鍵在於 2865 這一中樞下軌的支撐力度，如果形成有效支撐，反彈行情仍將持續，從下跌幅度來看，短期還有一定的支撐。從事件驅動的角度來看，向下變盤的時間視窗可能是週五到下周，也就是所有不確定性兌現的時候，市場在上漲之前需要一次整理。整體來說，我們對市場的判斷是：本週五前還將震盪，下周若調整將是買入機會。

風險提示：系統性風險。

大市導航

石油化工：關注複合肥及化肥行業轉型升級

單質肥價格下跌，整體偏弱。2016 年二季度以來，單質肥價格均有不同程度下降，其中尿素、磷酸一銨、磷酸二銨、硫酸鉀價格分別下跌 6.83%、7.69%、10.66%、8.62%。CEIC 資料顯示，我國 4 月份化肥（折純）產量為 617 萬噸，同比下降 10%以上，從歷史上看亦處於較低水準。

原料價格上漲。5 月國內無煙末煤全國均價為 322 元/噸，同比-27.6%、環比+9.2%，無煙煤月均價上漲；荷蘭 TTF 天然氣現貨均價為 12.18 EUR/mwh（折合人民幣 0.96 元/立方米），同比-44.9%，環比+0.7%，國際天然氣月均價格上漲；磷礦石（28%）均價為 380 元/噸，同比-9.5%，磷礦石價格穩定。

化肥價差有所收窄。5 月磷酸二銨-1.7x磷礦石價差為 1586 元/噸，同比縮小 125 元/噸（-7.3%），環比縮小 118 元/噸（-6.9%）；尿素-1.5x無煙末煤價差為 905 元/噸，同比縮小 151 元/噸（-14.3%），環比縮小 71 元/噸（-7.3%）。化肥價格下跌、原材料價格上漲導致價差有所收窄，盈利能力減弱。

受原材料價格下跌影響，複合肥價格有所下降。自 2016 年二季度以來，山東複合肥（45%Cl）價格從 2008 元/噸下跌至目前的 1878 元/噸，跌幅為 6.47%。單質肥原材料價格下跌是複合肥價格下降的主要原因。

複合肥下游需求有所改善。受國際農產品價格的影響，二季度以來複合肥下游需求有所改善，陝西、河北等地區正在備貨階段。4 月份我國出口複合肥（實物量）54.02 萬噸，較 1 月份增長 62%。我們預計二季度複合肥行業公司業績將有所好轉。

關注化肥行業轉型升級。目前農業發展過度依賴化肥投入，導致土壤和環境惡化日趨嚴重，化肥行業迎來了轉型發展的拐點。中央一號檔明確要求大力推廣高效緩控釋肥的發展，加快農業轉型。截至 2015 年底，緩控釋肥在全國示範推廣已擴大至 25 個省，且增產效果明顯。建議關注新型化肥龍頭企業金正大等。

重點關注上市公司。我們建議關注複合肥需求向好及化肥行業轉型升級的投資機會，包括金正大、史坦萊、新洋豐。

風險提示：改革進度低於預期。

有色金屬：稀土價格回檔，市場靜待二次招標

稀土價格回檔。最近一個月（2016/5/17-2016/6/17）稀土價格多呈現回檔態勢，氧化銻價格下跌 2.63%，氧化鎳價格下跌 1.52%，氧化鉕價格下跌 3.94%。價格下跌主要是由於稀土國儲招標流標，市場對於稀土國儲期待已久，流標對於市場信心有一定的影響。

行業公司持有大量庫存，受益價格上漲。由於稀土價格在 2015 年持續低迷，全部稀土公司以及大部分磁材公司都基於穩健性原則提取了大筆跌價準備。隨著稀土價格在 4 月以來的回暖，稀土以及磁材公司積累的跌價準備有減少的可能，對公司業績是一項利好。

國儲流標無損收儲大局，靜待二次招標。6 月 7 日，在北京舉行的稀土國儲招標會上，國儲局提出 9 個品種共計 3870 噸的招標計畫。但是由於招標價格沒有得到參會稀土集團的認可，最終全部流標。此次流標對稀土價格短期內有一定的影響，流標後重啟談判的時間目前尚未確定。由於 1.5 萬噸的國儲屬於十二五規劃內容，按照以往收儲和其它品種收儲的經驗，第一次流標後應該在近期會啟動第二次國儲招標事宜。由供給端提振本質上是超跌反彈的邏輯：價格低於成本停產，相應地價格回升成本以上就會復產；因此希望通過供給端提振價格快和猛是很重要的元素，時間拖越久行業整合越棘手。考慮到稀土金屬的博弈性，國儲招標的情況將對市場產生重要影響。

打黑在路上，高壓整治黑稀土亂象。6 月 16 日，全國重點稀土企業現場會在廣西崇左市召開。廣西是稀土生產重要省份，也是打黑行動的主戰場之一。廣西國土資源廳報導，5 月下旬廣西岑溪市

國土、公安、電力等部門和單位組成聯合執法隊，250 多人兵分四路對岑城、馬路、誠諫、波塘等鎮的土地礦產違法違規行為進行突擊清理整治。整個行動採取了“三不留一毀閉”的措施，共搗毀 4 個盜采點的 27 個沉澱池。這是 2015 年下半年以來的岑溪市第三次打擊稀土盜采的專項行動。

岑溪市國土資源局表示，將繼續加強巡查監管，暢通舉報管道，一旦發現有盜采礦產資源、違法違規建房等行為將嚴厲打擊取締。這也預示著全國範圍內的打擊稀土盜採行動有望被進一步發動起來。

行業公司。廣晟有色、廈門鎢業、盛和資源、*ST 五稀。

風險提示。國儲局收儲推進進度不及預期，稀土下游復蘇緩慢。

通信設備：尋找業績持續增長的公司，選擇兼顧業績、估值、子行業前景

行業投資策略：統計通信行業九十餘家相關上市公司一季報，3/4 上市公司 2016 年第一季度營業收入實現同比增長，整體板塊一季度收入同比增長 6.76%，歸屬母公司股東淨利潤增速平均值 29.37%、中位數 18.98%。一季報及預告中期業績增速較高的子行業集中在光通信（光迅科技、烽火通信、亨通光電、中天科技等）、IDC&CDN&雲計算（網宿科技、科華恒盛、高升控股、星網銳捷等）、專網（海能達等）、國防資訊化（海蘭信、信威集團等）領域。

6 月份推薦組合：光迅科技、烽火通信、海蘭信、科華恒盛、星網銳捷、海能達、信威集團、紫光股份；新增海能達（看好寬窄帶融合專網市場爆發帶來的彎道超車機會）、信威集團（已複牌，估值、股價處於低點，2016 年業績有承諾保障，圍繞專網、衛星通信的通信業務板塊和圍繞航空、艦船動力的高端裝備製造板塊佈局已很清晰）、紫光股份（收購 H3C 完成，估值已回落到合理區間內，雲計算龍頭、長期業績成長有保障）。

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。