

2016年06月29日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

又到重視券商時

核心結論：①券商基本面最壞時期即將過去，估值處於歷史低位，PE 僅 12.5 倍，PB 僅 1.9 倍。②機構配股比例低，流通股份中機構持股占比 12.8%，基金重倉股中券商占比 1.1%，籌碼分散，存量博弈市里屬於資金突破的方向。③兩個潛在催化劑正在孕育，一是金融工作會議可能召開，涉及金融改革，利好券商。二是深港通開通概率上升。

1. 從基本面看最差時期已過。《言必熊市，真如此嗎？》中我們提出對比歷史本輪熊市下跌的時間和空間已經充分，1 月底以來持續四個月有賺錢效應，說明市場已經走出單邊下跌熊市，目前處於震盪市的爬小山坡階段。隨著市場單邊下跌的結束，券商經營資料有所好轉，5 月上市公司淨利潤環比增長 6%，預計 6 月份將繼續環比改善，券商基本面最差的階段已經過去。此外，目前券商板塊估值處於歷史低位，PE 僅 12.5 倍，歷史均值为 32.8 倍、最低值為 10.4 倍，PB 僅 1.9 倍，歷史均值为 3.6 倍、最低值為 1.6 倍，從目前券商的估值水準來看基本上沒有多少下跌空間，安全邊際足夠高。

2. 券商屬於機構低配品且籌碼分散。震盪市是存量資金的博弈，所以要充分考慮對手盤的情況，人多的地方不要去，相反那些機構關注很少的行業或個股，預期差較大，往往是很好的投資機會，而目前券商板塊正符合這樣的特徵。券商板塊流通股份中機構持股占比僅 12.8%，基金重倉股中券商占比 1.1%，均處於歷史低位，目前券商籌碼主要被散戶拿著，籌碼分佈很分散，資金容易在券商板塊形成突破。從技術形態來講，6 月 21 日券商指數 K 線出現了一個很長的上影線，從側面說明目前券商板塊籌碼分散沒有拋壓，只是資金還沒有形成聚集效應，但已經具備了上漲的條件，去年 10 月 26 日也出現過類似的技術形態，從籌碼分佈的角度看券商板塊很容易上攻。震盪市反彈行情，券商在後半程發力。目前存量博弈的結構化行情不斷演進，6 月份成交量比 5 月份有明顯放大，券商行情可能隨時會爆發。

3. 潛在的兩個催化劑正在孕育當中。從過去歷史看，一些催化劑的出現才會引爆券商行情，比如 12 年初的金改、14 年底的滬港通、15 年 11 月初 IPO 重啟等，未來什麼有可能成為點燃券商行情的那把火呢？第一把火：全國金融工作會議有可能提前至今夏召開，此次會議內容可能涉及到金融分業監管架構等一系列改革，金融改革有助於發揮金融支援實體經濟的作用，未來直接融資占比將會提高，有利於券商板塊長期的發展。第二把火：深港通。近期多位官員紛紛表示深港通開通在即，21 日港交所公佈市場參與者可於 6 月 27 日起進行深港通端對端測試，表明深港通可能很快將正式

開通。深港通的開通有利於券商業務的發展，對 A 股行情也有提振作用，深港通開通預期的升溫對券商板塊具有催化作用。

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

新能源板塊：電動物流一觸即發，整車價值重估

工信部《道路機動車輛生產企業及產品》第 286 批、《第八批免徵購置稅新能源車型》目錄已經電動物流車納入，第四批《新能源汽車推廣目錄》指日可待。

1、物流車納入補貼目錄指日可待。

根據規定，新車輛產品公式後，需要進入《新能源汽車推廣應用推薦車型目錄》就可以銷售並獲得補貼，我們認為新車輛產品公式是目錄公式的徵兆，物流車納入補貼目錄指日可待。

2、短中長期景氣井噴，成長性巨大。

物流車景氣井噴。下半年，相比上半年幾乎零銷售，預計下半年 10 萬輛左右；明年，相比今年僅 10 萬輛的銷售，預計明年全年至少翻倍；中長期，目前物流車每年銷售 200 萬輛，而目前滲透率僅為 1%，空間巨大。

3、新能源整車利潤最高，估值最低，彈性極高，壁壘最高。

目前中國電動車生產企業僅為 70 家左右，而電池 150 家，材料企業數百家，整車位於微笑曲線的兩端，具備生產資質、管道、資金的護城河，製造端壁壘最高；目前物流車單車淨利 2.5 萬元，是電池的 2 倍以上，電機的 10 倍以上，電池材料的 100 倍以上；當前很多整車的新能源汽車業績占比已經很高，中通客車占比高達 90%，東風汽車達 50%，宇通客車都達 40%；而目前物流整車的估值僅為 15 倍左右，遠低於電池的 50 倍、材料的 70 倍、電機的 50 倍。

4、強烈推薦電動物流整車版塊，中通客車、數源科技（西湖比亞迪），關注東風汽車彈性大。

根據我們的測算，今年物流車對中通客車、東風汽車的業績彈性達到 50%、40%、並且幾乎全部為增量，彈性極大；若數源科技集團公司整體上市，僅物流車就能使數源科技的業績再翻倍。物流整車的版塊都被低估，建議關注金龍汽車、江淮汽車、金馬股份、京威股份、比亞迪、宇通客車。運營關注杉杉股份、合康變頻、力帆股份。

風險提示：政策及銷量不及預期。

紡織與服裝：錦上添花，人民幣貶值利好棉紡板塊

1、繼3月棉價走出底部，16年開工率好於15年後，棉紡板塊再遇人民幣貶值利好，錦上添花。我們強調棉紡板塊確定性相對收益的推薦邏輯。

2、人民幣匯率貶值預期升溫，人民幣對美元中間價已從年初的6.49至6.64左右，貶值幅度超過2%。人民幣貶值利好以美元計價的出口紡織業，一方面以美元計價的出口業務能夠帶來匯兌收益；另一方面，人民幣貶值提升美元購買力，以及我國紡織出口競爭力，進而帶動出口業務增長。

3、我們假設貶值未對海外訂單產生影響，保守測算人民幣貶值對出口企業利潤影響。出口紡織業的出口占比越大、公司淨利潤率越低，則人民幣貶值影響越大。則人民幣貶值影響利潤幅度從大到小排序為：華紡股份、嘉欣絲綢、華孚色紡、孚日股份、聯發股份、百隆東方和魯泰A。

4、結合基本面，考慮到色紡的品類、客戶結構、競爭格局，其訂單充足、增長穩健，業績彈性更大，我們6月將相對收益轉為絕對收益推薦邏輯，重點推薦華孚色紡、百隆東方色紡雙龍頭，建議關注魯泰A、聯發股份、孚日股份和華紡股份。

風險提示：棉價波動劇烈，業績低於預期。

電腦與週邊設備：電腦軟體的暢想曲，海通電腦類比組合最新淨值 1.18

1、對電腦持偏樂觀的觀點。電腦軟體板塊連續兩天大漲，一是隨著電子（硬體）估值中樞的上升，電腦（軟體）估值優勢開始顯現，因為理論上軟體估值要高於硬體估值，無人駕駛、人工智慧等未來方向的核心就是演算法。二是今年電腦的整體業績無需擔心，15年是電腦公司大規模並購的第一年，並表高潮將出現在16年中報和第三季報，因而預計電腦行業16年中報和第三季報較好。

2、IT軟體創新遠未結束。IT的創新浪潮，硬體和軟體交替，此起彼伏，各領風騷數年。從PC到手機，無不如此。過去幾年，軟體的創新層出不窮，從雲、大資料到O2O、互聯網金融。那麼，是不是軟體的創新開始進入一個停滯期了呢？

我們認為，遠未結束！短期內中國在硬體上的趕超是相當難的，很多晶片級的領域仍然是差距巨大；但在軟體領域，中國卻有彎道超車的機會。比如無人駕駛、人工智慧、區塊鏈等等，本質即為軟體創新。

3、類比組合最新淨值 1.18。這個組合相當於我們自己做的一個產品，根據時點持倉來真實的模擬交易，我們在每週週報中都會公開這個類比組合。組合目前8只個股：長高集團、華宇軟體、東方網力、綠盟科技、網宿科技、中科曙光、四維圖新、同花順。類比組合最新淨值 1.18。

4、組合換手率很低，我們希望用極低的組合變動來給投資者更為直接的幫助。類比組合個股一般選擇白馬，機構投資者買的進，我們堅持認為今年的選股思路來自於符合產業大方向的基本面扎實個股，以白馬為主的類比組合依然會有超額收益。

風險提示：短期市場波動風險。

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。