

2016年07月04日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

股債商品齊漲，謹慎博弈寬鬆

避險情緒消退，股債商品齊漲。上周英國脫歐影響平息，美日歐等發達股市大漲，韓印等新興市場也普遍反彈，石油工業金屬和黃金也普漲，國內股市債市雙雙上漲。

英國暗示寬鬆，美難言負利率。上周英國央行行長表示經濟前景展望惡化，將放寬貨幣政策應對脫歐的影響。而此前英國脫歐使得美國年內加息預期消失，甚至降息預期重燃，推動全球風險資產大漲。但美聯儲副主席表示英國脫歐對美國經濟影響有限，而市場隱含的美聯儲降息預期也大幅減弱，9、11月加息概率重回正值區間。

國內PMI下滑，通脹壓力暫緩。6月全國製造業PMI回落至50，創4個月新低、歷年同期新低，指向製造業景氣轉差。

財新製造業PMI也回落至48.6，意味著經濟下行壓力仍大。6月菜價、豬價均有回落，通脹壓力短期緩解，我們預測6月CPI小降至1.9%，但6月下旬以來鋼鐵、棉花等大宗商品價格大幅反彈，意味著通脹預期依然未消。

匯率先貶後穩，降准繼續延後。上周英國脫歐事件逐漸緩和，美元指數冲高回落，而人民幣匯率也是先貶後穩。而從央行操作來看，上周加大了逆回購操作力度，而並未降准。上周貨幣利率保持穩定，未來隨著季末流動性衝擊的結束，以及美元走強對匯率的衝擊告一段落，央行短期降准的必要性下降。

高鐵建設提速，經濟不“硬著陸”。上周國務院通過《中長期鐵路網規劃》，將打造八縱八橫高鐵網。而總理在夏季達沃斯論壇開幕式致辭表示，將推動結構調整來促進結構轉型，保持經濟運行在合理區間，中國經濟不會硬著陸。

風險偏好搖擺，謹慎博弈寬鬆。英國脫歐演繹了一場全球市場的悲喜劇。但上周一方面美聯儲重要人士表態英國脫歐對美國經濟影響有限，沒有實施負利率的計畫；另一方面中國央行加大逆回購力度、國內降准再度落空，均意味著市場對寬鬆預期的憧憬或許過了頭。而在風險偏好的劇烈搖擺之下，對黃金和國債等安全資產的需求很難大幅下降。

多頭市場

核心結論。①歐美股指回升至英國脫歐公投前，說明此利空已經被消化。短期兩個月看多、中期半年至一年震盪。②利空不斷的 6 月，指數沒漲但成交量放大，說明多方力量在積蓄中。潛在利多如創新和改革推進，均線成多頭排列，行情已走在多頭市場路上。③中期以食品飲料、家電等穩定增長為底倉，智慧製造等高成長做波段，短期關注市場預期低、有潛在催化的券商、國企改革（軍工）。

利空階段性出盡，空方力量衰竭。6 月 24 日英國脫歐公投結果公佈，預示著階段性利空已經全部落地。雖然公投結果出來後的前兩天全球風險資產價格紛紛大跌，但第二天的跌幅就收窄，第三天開始風險資產價格普遍反彈，英國富時 100 指數、美國標普 500、納斯達克指數、道瓊斯指數基本已經回升至公投公佈後開始大跌的水準。展望未來 2 個月國內外宏觀政策面相對平靜，利空階段性出盡，空方力量已經衰竭。年初專題報告《2016 年可能反復的三大預期-20160223》中我們曾經分析，相比 15 年，16 年形勢更加複雜，市場對於美聯儲加息次數、人民幣貶值幅度、中國經濟增長壓力等重要宏觀假設的預期會反復。現在 2016 已經過半，年初的各種預期已經發生了很大變化。市場預期的波動和反復，是震盪市的鮮明特徵，也正因此，情緒變化引起了市場波動。

多方積蓄力量中，天平傾向多頭。短期，市場成交量、換手率資料仍處於較低水準，機構投資者倉位整體並不高，頻頻落地的利空+不斷積蓄的多方力量，市場走勢的天平更利於多方。部分投資者擔憂 7 月 4 日萬科復牌影響市場，萬科自 2015 年 12 月 18 日停牌以來，上證指數、深成指數、滬深 300、全部 A 股跌幅中位數分別下跌 18%、18.5%、16%、21%。

我們測算，萬科 A 在深成指、滬深 300 中流通市值占比分別為 3%、1.3%，對整體市場影響限。隨著 4 月中以來利空密集落地，未來市場仍然存在一些潛在的積極因素，其中包括創新加速、國企改革提速、金融改革推進等方面。

操作策略：多頭市場，保持積極。6-12 個月的中期而言，維持震盪市格局判斷，上證綜指從 5178 點跌至 2638 點，熊市主跌浪也已經過去，當前流動性環境偏中性，去產能、去杠杆的經濟背景類似於 1990s 末，經濟增長和企業盈利進入 L 型築底階段，資金不會系統性流入或流出股市，股市進入存量資金博弈的震盪市，中期中性。震盪市就是通過時間消化估值，類似 94-96、02-04、12-13 年。震盪市里市場上下波動主要源於政策、事件影響風險偏好，2 個月的短期偏樂觀，潛在積極因素如創新加速、國企改革提速、金融改革推進等，風險偏好將階段性提升。中期穩定增長和高成長兩條腿走路，短期關注券商、國企改革（軍工）。回顧國內外歷史，震盪市業績為王，中期繼續以 20-30 倍 PE 的穩定增長類股為底倉，如食品飲料、家電。短期重點提示券商、國企改革（軍工），詳見《又到重視券商時—20160628》、《國改主題是看漲期權：資產注入+殼價值—20160623》。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。

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。

大市導航

建材：關注中報行情及“城市內澇”主題；推薦石英股份、長海股份、再升科技、東方雨虹、免寶寶

近期大宗商品期貨（包括玻璃期貨）價格大漲，市場對於週期品關注度有所提升。對於玻璃期貨價格上漲，我們認為主因是期貨市場資金推動的板塊補漲行情（前期玻璃期貨相對漲幅較小），而行業基本面並不樂觀：6月在產產能大幅增長6%，近期庫存亦持續上升。玻璃期貨與黑色系不同，由於玻璃產業鏈並未深度參與玻璃期貨套保或投資，期貨價格大漲難以拉動現貨價格上漲，因此建議不必對玻璃期貨價格過多關注。

我們對建材板塊自上而下週期邏輯持偏謹慎觀點：首先，前期“權威人士”人民日報刊文定調供給側改革政策後，週期品需求側強復蘇的邏輯已經證偽，且短週期角度行業亦已進入淡季，基本面環比趨弱；其次，建材板塊供給側改革邏輯偏弱，前期建材行業供給側改革頂層設計檔“34號文”出臺，但不管是發文主體還是去產能目標均明顯弱於煤炭鋼鐵行業，且行業屬性（區域壟斷、協同停產）不利於快速去產能。

目前時點我們建議自下而上精選細分行業、優質龍頭公司：石英行業石英股份、玻璃纖維製品行業長海股份、微玻璃纖維行業再升科技、防水材料行業東方雨虹。此外，我們建議短期關注中報行情和“城市內澇”兩條主線：中報績優股（再升科技、長海股份、免寶寶、東方雨虹）等，城市內澇主線（偉星新材、龍泉股份、青龍管業、永高股份等）

風險提示：房地產銷售大幅下滑，系統性風險等。

汽車與零配件：三巨頭攜手現重大利好，堅定看好無人駕駛

1、無人駕駛現重大利好，寶馬、Mobileye、英特爾7月1日發佈自動駕駛重大合作，目標2021年量產。三巨頭垂直整合整車控制、ADAS、晶片演算法，加速產業進度，ADAS標配化加快，產業鏈爆發在即。

2、近期行業利好頻繁。1) 深圳市3日公佈將攜手密歇根、投資100億建示範基地，此前亦有上海汽車城、百度蕪湖等示範區落地，國內測試開啟；2) 中國無人駕駛路線圖將發佈；3) G20成智駕展示機遇；4) IBM Watson人工智慧裝載無人巴士、蘋果攜手滴滴、Uber涉足智慧車，產業創新持續、商業化路徑漸明，未來三年有望落地。

3、無人駕駛每輪行情（去年12月、今年3月）均基於風險偏好+科技趨勢，新能車再創新高後，無人駕駛有望再迎主升浪，事件驅動積累、個股訴求強烈，關注得潤電子、亞太股份、雙林股份、萬安科技、金固股份、星宇股份、歐菲光、四維圖新。

4、首推得潤電子。特斯拉領軍全球無人駕駛，車輛數、里程數、資料量優勢，其 ADAS 獨家供應商 Mobileye 前景光明；得潤電子為其在中國唯一合作商，未來在無人駕駛雲存儲和大資料將領先。買入評級。

風險提示：系統性風險，產業化速度低於預期。

化工：美國天然氣價格大幅上漲，關注國內天然氣行業的投資機會

美國天然氣需求或將持續增長。6 月 29 日當周平均每天天然氣需求量為 725 億立方英尺，同比增長 3.31%。整體來看，從 5 月以來，美國天然氣需求呈現上漲趨勢，一方面炎熱的天氣可能是導致天然氣需求增加的原因之一。而另一方面，隨著美國政府放開天然氣出口限制，未來幾年美國天然氣需求或將有明顯增長。

美國天然氣庫存增量持續放緩為天然氣價格提供有力支撐。EIA 於 6 月 24 日公佈的資料顯示，當周美國天然氣庫存增加 370 億立方英尺，增幅不及市場預期的 450 億立方英尺。去年同期庫存變化量為 730 億立方英尺，而 5 年的平均水準為增加 780 億立方英尺。自 2016 年 5 月底以來，美國天然氣庫存增量不斷減小，從 5 月 27 日的 820 億立方英尺的庫存增量縮小到 6 月 24 日 370 億立方英尺的庫存增量。資料公佈後，NYMEX 天然氣期貨收盤價從 6 月 24 日的 2.67 美元/百萬英熱上漲至 2.93 美元/百萬英熱，漲幅為 9.74%。

美國首度出口液化天然氣，將成為天然氣供應國。2016 年 2 月，美國本土(除阿拉斯加以外)有史以來首度出口天然氣，標誌著美國將在全球能源市場由天然氣進口國變為供應國。目前，美國本土已建成及在建的 LNG 出口項目一共有 4 個，且都將在 2016-2018 年間開始對外出口。此外還有 5 個專案正在等待工程建設審批。EIA 預計，到 2020 年，當所有審批項目都完工投產後，美國將成為僅次於卡塔爾和澳大利亞的全球第三大 LNG 出口國，並占到全球 LNG 生產市場的五分之一。

關注國內天然氣行業市場化改革的投資機會。我們認為隨著國內天然氣價格的市場化改革，未來上游油氣開採行業也將逐步放開，從而引入更多的供應主體，建議關注三類公司：（1）氣價市場化改革，帶動天然氣需求增長（勝利股份、中天能源）；（2）從事海外油氣資產收購的公司未來具備在國內進行上游業務投資的能力（新潮實業、洲際油氣）；（3）油服類公司具備油氣開採技術（通源石油、准油股份等）。此外進口 LNG 也是我國天然氣供應的主要來源之一，隨著上游的放開，民營企業可通過三桶油的 LNG 接收站進口 LNG，或者自建 LNG 接收站，建議關注新奧股份（集團公司在浙江舟山建設 LNG 接收站）、廣州發展（與海外公司簽訂 LNG 進口諒解備忘錄）。

風險提示：美國天然氣需求增長及出口增長不及預期，全球天然氣供給過剩以及出口競爭加劇導致價格下跌，國內天然氣行業市場化進度不達預期等風險。

交通運輸：韻達借殼預案公佈，誰能摘得上市第一枝

新海股份於 7 月 1 日發佈公告，韻達快遞作價 180 億元借殼上市，承諾利潤 11.3 億、13.6 億和 15.6 億元。至此順豐、圓通、申通和韻達均已公佈借殼上市方案，目前從進度來看，圓通最快，其次是申通，順豐目前還在等待證監會回饋意見，韻達剛剛公佈借殼預案。

下面簡單對比下這四家快遞公司的業務模式和財務資料：

業務模式：

順豐是直營模式，所有的網點、轉運中心均直營，公路運輸以直營車輛為主，輔以外包車輛，另外自建貨機機隊用於航空運輸；三通一達是直營+加盟模式，網點及網點到轉運中心的運輸均由加盟商負責，轉運中心多為直營，其中圓通、韻達轉運中心全部直營，申通轉運中心裡有近 4 成是加盟。

財務資料：

收入方面，順豐將客戶的快遞費全部確認為收入，“通達系”收取取件加盟商的面單費、中轉費和派送費確認為收入。收入確認的差異導致順豐和“通達系”營業收入差距比實際要大。2015 年順豐報表收入 481 億元，考慮到去年 9 月份剝離掉順豐商業和順豐電商後，實際快遞類業務收入為 473 億元，圓通、申通和韻達收入分別為 121 億、77 億和 51 億元，合計約 249 億元，為順豐的 53%。

業務增速方面，2013-2015 四大快遞公司收入和業務量均保持較高的增速，但都低於行業增速（除了圓通在業務量增速略超過行業平均外），除了順豐外，整個快遞行業包括“通達系”快遞公司收入增速均低於業務量增速，造成快遞單價下滑。

利潤方面，韻達的毛利率最高，而且逐年上升，2015 年為 31%，另外三家順豐、圓通和申通均出現一定程度下滑，主要是快遞市場競爭加劇導致，從 2013 年到 2015 年，代表快遞市場集中度的 CR8 從 80 下降到 76，除了圓通基本持平外，順豐、申通和韻達市占率均有不同程度下滑。

除順豐外，圓通、申通和韻達最近三年淨利潤均明顯上升，其中韻達淨利潤從 2013 年的 1.6 億元上升到 2015 年的 7 億元，年複合增速超過 100%。因為市場競爭加劇的原因，淨利潤增速不及業務量增速，除韻達外主要快遞公司快遞業務單件盈利在下降。

資產回報率方面，2015 年申通 ROE 最高，達到 98%，韻達和圓通次之，分別為 41%和 21%，順豐最低為 12%。快遞公司選擇的業務模式是造成 ROE 差距如此之大的主要原因；另外，申通財務杠杆運用上也較為激進，使得 ROE 非常高。

業績承諾方面：

順豐未來三年淨利潤總額預計共 85 億元，3 家“通達系”快遞公司未來三年淨利潤總額預計均在 40 億元左右，若借殼成功新海股份（韻達）股本將擴充至 10.3 億股，按照停牌股價 20.5 元計算當前市值約 210 億元。

風險提示：快遞業發展不及預期。

有色金屬：白銀啟動，興盛揚帆！

重點強調白銀和工業金屬：全球寬鬆預期激發金融屬性以及工業需求存在預期差，【興盛組合】盛達礦業、盛屯礦業和興業礦業股價底部，年初至今鋅銀漲幅 40%，剪刀差吸引力明顯！看好工業金屬反彈機會：中金嶺南、雲鋁股份和中孚實業。

最後堅定看好鈷板塊。7 月組合：盛達礦業 20%、盛屯礦業 20%、興業礦業 20%、山東黃金 15%、華友鈷業 15%、中金嶺南 10%。

風險提示：系統性風險。

傳媒：成功收購案例增多，提升板塊估值

相關公司收購或並購資產成功預示體育、教育資產證券化步伐未停，也說明政策支持理性收購，板塊估值可望提升。7 月組合分眾傳媒、華誼嘉信、慈文傳媒、皖新傳媒、威創股份、天潤控股、華媒控股、雷曼股份。

體育：雷曼股份、三夫戶外、雙象股份、天音控股、當代明誠；

教育：全通教育、威創股份、立思辰、拓維資訊；

影視：關注暑期檔，慈文傳媒、當代東方；

遊戲：關注影遊聯動和動畫的大電影，天潤控股、中文傳媒、凱撒股份、完美環球；

行銷：關注中報高增長：利歐股份、分眾傳媒、華誼嘉信、藍色游標；

關注傳統媒體擴張：皖新傳媒、華媒控股、浙報傳媒。

風險提示：系統性風險。

資訊設備：堅持對基本面扎實個股的配飾

今年電腦，白馬是選股的主力方向

我們強調，今年電腦板塊的投資策略與去年不同。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。

回顧 6 月觀點，我們看對了電腦行情

一系列的報告明確了我們的觀點：6 月 2 日《電腦行業 6 月研究框架：無風雨，略有晴》；6 月 14 日《心態平和，下跌中尋找機會》；6 月 18 日《維持對電腦略樂觀的判斷》；6 月 22 日《電腦板塊迎來了業績和主題的共振》；6 月 25 日《在電腦情緒的低潮中尋找價值》。特別是在 13-14 日大跌時敢於發出我們的聲音！

電腦業績和估值的判斷

好的中報和三季報。我們判斷，今年電腦整體業績無需擔心，原因在於收購並表效應加快業績增速。並表高潮將出現在 16 年中報和三季報，因而預計行業 16 年中報較好。

電腦軟體估值優勢逐漸體現。隨著電子（硬體）估值中樞的上升，目前電子板塊估值水準已超過電腦，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。

投資策略：成長主線首選金融科技、無人駕駛；價值主線首選 IT 安全和人工智慧。

相關標的：IT 安全：中科曙光、綠盟科技、啟明星辰；金融科技：同花順、信雅達、中科金財、恒生電子；無人駕駛：四維圖新、景嘉微、多倫科技；人工智慧：東方網力、佳都科技、遠方光電。

風險提示：短期市場波動風險。

伊利股份（600887）：主業成長與強勢地位支持估值修復

高端產品保持快速增長，行業地位愈發鞏固。1Q16 公司實現營業收入 152.3 億元/+2.6%，我們判斷液態奶實現高個位數增長，奶粉下滑超 20%，冷飲為低個位數下滑。雖然公司 1Q 收入增速放緩，但是高端產品仍然保持快速增長，我們判斷重點產品收入占比已超 40%，其中：金典 1Q 同比增長 15%-20%，我們預計增速全年可維持；安慕希 1Q 實現收入近 20 億元，我們預計全年可實現收入 65 億元，同比增長約 85%。據尼爾森統計，公司 1Q 常溫和低溫液態奶市占率同比分別提升 1.75pct 和 1.16pct，達到 30.5%和 19%，嬰幼兒奶粉比去年下降 0.35pct 至 5.5%；此外，公司 15 年整體收入規

模與主要競爭對手的差距也進一步拉大至 112 億元。暫不考慮報表合併範圍的影響，我們預計公司全年收入能達到 9% 的高個位數增長。

成本下降與產品結構升級共同推動毛利率顯著提升。公司 15 年平均收奶價格約為 4.2 元/kg，1Q16 下降至約 3.8 元/kg，二季度我們判斷收奶價格環比仍有低個位數下降，但已處於相對穩定的水準。展望未來一年，由於國內外原奶供給小幅增加，高庫存和經濟低迷抑制整體需求，預計國際奶價溫和上升，國內仍處低位。原奶成本價格下降有利於公司毛利率提升。

據我們測算，在其他條件不變的前提下，原奶價格每下降 10%，公司毛利率可提升約 4.5pct；再加之產品結構持續升級，公司 1Q16 毛利率水準同比顯著提升 4.66pct 至 41.74%。我們預計公司全年毛利率有望達到 39%。

競爭進一步惡化概率低，費用率穩中趨降。2015 年 A 股乳製品上市公司銷售費用率為 24.05%/+2.18pct，1Q16 為 26.72%/+3.25pct；公司 2015 年銷售費用率為 21.97%/+3.46pct，1Q16 為 25.33%/+4.1pct。根據我們的判斷，2016 年國內原奶價格維持低位徘徊，企業收奶價格二季度雖環比下降但已相對穩定，高價進口奶粉已於 2015 年底消化完畢，因此預計 2016-2017 年國內乳製品行業競爭有望緩解。公司 15 年銷售費用超 130 億元，歸母淨利潤 46 億元，未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大且確定性強。

長期看乳業成長性優於白酒，公司估值修復值得期待。我們對比了乳製品和白酒各自龍頭（伊利股份和貴州茅臺）的歷史估值水準，發現自 2012 年末白酒行業經歷調整開始至 2015 年末，伊利股份估值水準持續高於貴州茅臺，這一期間伊利股份平均 PE 為 25.5 倍，貴州茅臺平均 PE 為 13.7 倍。2016 年開始，隨著龍頭基本面復蘇以及市場情緒的共振，白酒估值呈現明顯修復，茅臺估值自 4 月起持續高於伊利。從長期成長性角度看，我們認為乳業成長性優於白酒，隨著食品飲料投資熱點擴散，未來估值相對較低的伊利股份有望迎來補漲行情。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 16-18 年 EPS 分別為 0.85/1.00/1.13 元，綜合考慮公司市值及可比公司估值，並考慮到下半年估值切換，給予公司 17 年 22xPE，對應目標價 22 元，買入評級。

風險提示：經濟低迷抑制消費、行業競爭繼續惡化、食品安全問題。

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。