

2016年08月08日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 通脹繼續回落，有利金融資產

石油漲黃金跌，國內股平債漲。上周美英股市反彈、日股下跌，歐洲和韓印等新興市場股市震盪，油價反彈黃金大跌，工業金屬漲跌互現，國內股平債漲。

美國非農超增，英國啟動降息。美國公佈7月新增非農25.5萬人，遠超預期，失業率維持4.9%，且工資增速加快，12月加息概率升至40%左右。英國央行降息25bp，同時增加國債和公司債購買規模，稱未來有需要將進一步降息，但不支持負利率和直升機撒錢。

經濟短期穩定，通脹繼續回落。7月PMI繼續下滑至49.9，創5個月新低，其中需求繼續下滑，生產擴張放緩，庫存價格雙雙反彈。8月以來地產銷量增速大幅回升，但發電耗煤增速大幅下降，或與基數變化有關，經濟整體或仍保持穩定。

7月食品價格未漲，預測7月CPI降至1.7%，8月有望繼續下降至1.6%。

貨幣利率下行，貨幣政策中性。上周央行淨回籠2350億資金，但貨幣利率仍大幅下行，或與月末效應、7月大幅繳稅等因素消除有關。央行在貨幣政策報告中指出，頻繁降准會大量投放流動性，促使市場利率下行，導致本幣貶值壓力加大，外匯儲備下降，甚至形成惡性循環，未來將從量價兩個方面保持貨幣金融環境的穩健和中性適度。

利率仍趨下行，有利金融資產。在經濟的下行期，物價是決定資產配額的最關鍵因素。上半年通脹持續上升，表現最好的是受益於漲價的各類實物資產。未來如果通脹重新回落，那麼實物資產的配額價值將大幅下降，而配額重心將轉向金融資產，其中債券應是投資首選，因其最受益於利率下降，而利率下降有利於股市估值提升，擁有穩定業績的公司也值得關注。

### 仍在機會期

1、英、澳降息，中國國債中標利率創04年來新低，海內外政策環境偏松格局不變，低利率背景下股市的配額性價值仍在。2、近期價值股占優源於利率快速下行時價值股吸引力上升。最近國改股活躍，新熱點已經在湧現並擴散。3、銀行理財新規傳言的利空逐漸消化，市場仍處於機會期。穩定增長的消費類股為底倉，看好上海引領的國改股。歷史上價值搭台後終將走向成長唱戲，中報期精選真成長。

風險提示：全球經濟形勢惡化。

## 上海引領的國改，遍地開花的精彩

核心結論：①6月以來國改再次提速，中央領導及巡視組頻繁提及國企改革，央企試點全面鋪開，地方國改頻頻發力。②上海是地方國改領頭羊，7月上海市領導強調掀起國改新高潮，亮點如國資運作平臺（設立上海國改ETF基金）、混改、員工持股計畫、市場化選聘管理人等。③其他各地國改紛紛加速推進，如廣東、江西、重慶、山東、安徽，策略與行業合作梳理相關公司。

中央再次吹響國改集結號。16國企改革主要圍繞“落實”二字展開。但今年上半年國企改革整體推進較慢，市場預期普遍較低。6月以來中央領導及巡視組頻繁提及國企改革，政策推進速度明顯加快。6月寶鋼與武鋼宣佈戰略重組拉起新一輪央企重組的序幕，7月4日，全國國企改革座談會召開，習近平強調理直氣壯做強做優做大國有企業，儘快在國有企業改革重要領域和關鍵環節取得新成效。7月14日，央企改革試點全面鋪開，年初十項改革試點落地。7月24日，國務院發佈《關於推動中央企業結構調整與重組的指導意見》。截止目前已國家相繼制定出臺了14個專項改革意見或方案，另有8個正在履行相關程式，國企改革全面提速。

上海：地方國改領頭羊。上海一直是地方國企改革的領頭羊，8月3日人民日報頭版宣傳上海國企改革，肯定上海全方位推進國企分類改革成果；近期中證上海國企改革ETF首募金額達152.2億元，此舉是利用上海國資平臺促進國有股權流動的新創舉，為借助資本市場助推國企改革、實現國資保值增值與股權流轉提供了探索空間。另外近期國盛和國際兩大國資流動平臺頻頻受讓上市公司股權，已有十餘家上市公司股權直接或間接被納入，集納國企股權之後，資產重組、整體上市、混改等措施將陸續“落子”。

其他地方國改精彩不斷。從中央到地方，國改浪潮風起雲湧。重點介紹廣東、江西、重慶、山東、安徽國改最新動向，策略與行業梳理各省國改相關公司

廣東省：國企改革亮點在於資本運作，探索基金模式下的國企改革新路徑。

江西省：國企改革加速推進，混改重組“開花結果”。

重慶市：國企改革將供給側改革擺在重要位階，“一企一策”解決國企問題。

山東省：國企改革著力處階“僵屍企業”、市場化選聘職業經理人。

安徽省：國企改革在資產重組、整體上市、員工持股等領域成果顯著。

風險提示：國企改革推進不及預期。

## 大市導航

### 有色金屬：新能源汽車政策預期溫和利好鈷板塊

新能源汽車產業鏈的行業變化：預計 8 月下半旬新能源汽車的政策會落地，包括騙補核查結果，補貼方案以及物流車納入目錄事宜。此前市場一直擔心政策嚴苛，板塊承壓，目前預期政策偏溫和，而靴子落地後對板塊實則利好。

對於最上游的鈷礦現貨市場方面，百川鈷價近 3 周上調 7 次，現貨緊俏，惜售氣氛濃；一旦下游需求繼續超預期，供需配合價格會持續發酵上行。板塊關注：盛屯礦業、華友鈷業、洛陽鉬業、格林美、中色股份。

此外，8 月新推出組合【**亮明精興**】組合：海亮股份、明泰鋁業、利源精緻和鴻達興業都屬於低估值加工股。

風險提示：大盤系統性風險。

### 紡織與服裝：拋儲政策擾動，股價回檔是良機

上週五美棉（ICE2 棉花）再度上漲，最高漲幅接近 2.8%，達 77.98 美分/磅，再創新高。我們依然強調對棉花的看好，認為合理的價格區間在 14,000~16,000 元/噸之間。由於國際庫消比出現拐點，USDA 預計 2016/17 年庫消比下降至 82%（2014 年高點 102%），長期棉價存上漲基礎。我們對短期棉價也不悲觀，我們認為單純考慮價格絕對值的意義不大，只要內外棉價差合理，內棉價格不會大幅下降。而紗線漲價已確定兌現，截至 5 日紗線 C32SYTD 上漲 13%，前期棉花漲價開始向下游傳導，我們推薦棉紡確定機會的邏輯兌現進入第二階段：紗線價格上漲。在內紗漲價的基礎上，外紗價格依然比內紗高 2%，內紗競爭力不減，內棉價格具備支撐。考慮到 ICE2 棉花級別較低，我們得出的折算價約 14,811 元/噸，低於內棉 117 元，在 1,500 元的合理價差內。此前拋儲延期至 9 月底的新聞對國內期貨漲價起到抑制作用，而市場追漲殺跌的風格也導致上周拋儲成交率僅 57%，成交均價也進一步下挫。待市場情緒恢復，量/價將企穩，如果拋儲持續低迷，不排除政策再度調整的可能性，或造成 9 月份市場供給的空檔期，從而再度抬升價格。我們認為此次價格波動多受解讀政策的情緒影響，期貨下跌帶來的相關標的股價回檔是加倉的機會，重點推薦華孚色紡、百隆東方、新野紡織。建議關注聯發股份、孚日股份和魯泰 A。

風險提示：大盤系統性風險，棉價價格下跌。

## 傳媒：持續推薦政策紅利強的國企股

1) 傳統國企股在上輪回檔中都創出了近期新高驗證我們前期邏輯，未來資源或向現金流充裕、合規規範的國企股傾斜。1、國企背景的傳統媒體集團在制度和管理方面較為規範，因此在如今遊戲、直播等政策監管趨嚴的背景下，國企能夠更好的佈局新媒體，承接新資源。2、傳統媒體集團現金流充裕，在政策的春風下，未來有望實現新舊媒體的跨界融合。3、傳統媒體具有天然佈局教育、大資料的資源稟賦。推薦中文傳媒、皖新傳媒、出版傳媒。2) 中長期看好教育、體育板塊，行業增速以及板塊的證券化率不斷提升，在板塊底部時推薦龍頭企業，以及並購預期較強個股，關注如雷曼股份、三夫戶外，威創股份、勤上光電、長方集團。3) 影視、遊戲、行銷類公司應自下而上選股，如華誼嘉信、凱撒股份、皇氏集團、天潤數娛。

風險提示：大盤系統性風險，政策風險。

## 資訊服務：故事太多，唯大方向真成長才是王道

三季度，我們相對更看好雲計算和人工智慧的機會。我們認為雲計算、IT 安全業績確定性高。同時，雲計算 IaaS 層國產化運營，人工智慧的政策支持都值得期待。受益自主可控、對關鍵資訊基礎設施的保護力、以及雲安全等新興方向，IT 安全的業績依然是增長最快；無人駕駛進程加快，依靠政策催化；金融科技 Fintech 則要關注實際落地的產品，而不能再是概念。

8 月整體觀點“吹盡狂沙始到金”。從估值角度來看，部分電腦公司投資價值已逐漸顯現，唯一等待的就是時間。對於產業趨勢向上的電腦行業來說，配低則意味著機會。利好因素：8 月份開始進入電腦公司增發過會的高峯期，預計有 15 例過會。利空因素：解禁，我們測算未來一年電腦行業解禁理論規模 1588 億，2016/12 和 2017/1 解禁壓力最大，兩個月共占解禁量的 63%。2016/8—2016/11 月解禁最小，只占 11%，三季度是相對安全的。

看好的方向和個股：雲計算首推雲賽智聯和網宿科技，移動端看好通鼎互聯；IT 安全的業績依然是增長最快，推薦綠盟科技、中科曙光；金融科技 Fintech 繼續圍繞 IT 與金融創新展開，推薦南天資訊和同花順；無人駕駛看好四維圖新、中海達；人工智慧建議關注京山輕機、遠方光電和佳都科技。

風險提示：短期市場波動風險；政策性風險。

## 食品：乳品行業 7 月月報：國內奶價下降，乳製品產量恢復較快增長

國內原奶價跌，盈利提升可期。7 月 20 日主產區生鮮乳價格為 3.40 元/kg，6 月生鮮乳均價 3.42 元/kg，同比增 0.22%。國內主要原料奶產區價格相比 4 月小幅下降。華中地區跌幅較大，同比下降

2%，天津、上海小幅度增長，其餘地區價格穩定。6 月份，美國 A 級脫脂奶粉均價為 1764 美元/噸，同比降 8.4%；6 月 11 日-24 日，大洋洲脫脂奶粉均價 1850 美元

/噸，同比降 9.76%，全脂奶粉均價 2100 美元/噸，同比降 9.68%；同期，歐盟脫脂奶粉均價 1925 美元/噸，同比降 3.75%，全脂奶粉均價 2300 美元/噸，同比降 10.24%。8 月 2 日，恒天然全脂奶粉拍賣均價 2265 美元/噸，同比增 42.44%；脫脂奶粉 1965 美元/噸，同比增 38.52%。

乳產品進出口量價齊升。國內原奶供給方面，5 月種牛進口量同比減 82.36%。進口方面，2016 年 1-5 月我國共計進口各類乳製品 90.38 萬噸，同比增 34.3%，進口額 16.29 億美元，同比增 6.9%。5 月工業奶粉進口 4.6 萬噸，同比增 6.9%；嬰幼兒配方奶粉進口 1.68 萬噸，同比增 34.5%；1-5 月液態奶進口 26.82 萬噸，同比增加 89.85%。2016 年一季度，主要出口國原奶產量 5947 萬噸，同比增長 3.5%。飼料原料價格方面，5 月份國內玉米價格環比下降 0.4%；豆粕價格環比增 3.4%；苜蓿草進口量環比上升 9.48%；燕麥乾草進口量環比下降 7.13%。

市場表現。1-7 月乳製品板塊下跌 0.53%，上證綜指下跌 14.87%，乳製品板塊跑贏大盤 14.34 個百分點。板塊中漲幅前兩名為三元股份、伊利股份，漲幅分別為 17.70%、16.68%，跌幅前三名為皇氏集團、燕塘乳業、貝因美，跌幅分別為 42.37%、18.60%、13.60%。

投資建議。未來一年原奶價格仍將低位徘徊利好行業毛利率持續回升，產品結構升級對毛利率的拉動作用仍將持續，行業盈利空間有望得到釋放。原奶價格大幅波動導致部分企業退出，市場集中度持續提升，伊利蒙牛雙寡頭格局得以鞏固，有利於後期行業銷售費用率的降低。我們預計行業毛利率有望提升 1-2pct，銷售費用率小幅下降 1pct 以內。乳製品行業告別高增長之後，內部分化逐漸凸顯。擁有全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力的龍頭企業未來增長趨勢更為明確，重點推薦伊利股份：1) 公司在行業增長放緩背景下，競爭優勢突出，市占率持續提升，與第二名的收入差距已拉大至百億元以上；2) 公司 15 年銷售費用超 130 億元，歸母淨利潤 46 億元，我們認為未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大確定性強。

風險提示。進口液態奶不斷搶佔國內市場，低價競爭加劇；經濟下滑影響需求，消費低迷。

### 食品加工：國內奶價下降，乳製品產量恢復較快增長

國內原奶價格下跌，盈利能力提升可期。7 月 20 日主產區生鮮乳價格為 3.40 元/kg，6 月生鮮乳均價 3.42 元/kg，同比增 0.22%。國內主要原料奶產區價格相比 4 月小幅下降。華中地區跌幅較大，同比下降 2%，天津、上海小幅度增長，其餘地區價格穩定。6 月份，美國 A 級脫脂奶粉均價為 1764 美元/噸，同比降 8.4%；6 月 11 日-24 日，大洋洲脫脂奶粉均價 1850 美元/噸，同比降 9.76%，全脂奶粉均價 2100 美元/噸，同比降 9.68%；同期，歐盟脫脂奶粉均價 1925 美元/噸，同比降 3.75%，全

脂奶粉均價 2300 美元/噸，同比降 10.24%。8 月 2 日，恒天然全脂奶粉拍賣均價 2265 美元/噸，同比增 42.44%；脫脂奶粉 1965 美元/噸，同比增 38.52%。

乳產品進出口量價齊升。國內原奶供給方面，5 月種牛進口量同比減 82.36%。進口方面，2016 年 1-5 月我國共計進口各類乳製品 90.38 萬噸，同比增 34.3%，進口額 16.29 億美元，同比增 6.9%。5 月工業奶粉進口 4.6 萬噸，同比增 6.9%；嬰幼兒配方奶粉進口 1.68 萬噸，同比增 34.5%；1-5 月液態奶進口 26.82 萬噸，同比增加 89.85%。2016 年一季度，主要出口國原奶產量 5947 萬噸，同比增長 3.5%。飼料原料價格方面，5 月份國內玉米價格環比下降 0.4%；豆粕價格環比增 3.4%；苜蓿草進口量環比上升 9.48%；燕麥乾草進口量環比下降 7.13%。

乳製品產量恢復快速增長，主要產品價格相對穩定。6 月國內乳製品產量 299.8 萬噸，同比上升 20.2%，環比上升 23.43%。1Q16，國內 A 股 8 家乳製品上市公司主營業務收入 231.8 億元，同比增 2.9%；歸母淨利潤 18 億元，同比增 19.6%。7 月 29 日，優酪乳零售價 14.02 元/公斤，同比增 1.67%；牛奶 11.18 元/公斤，同比增 2.38%，主要奶產品價格相對穩定。

市場表現。1-7 月乳製品板塊下跌 0.53%，上證綜指下跌 14.87%，乳製品板塊跑贏大盤 14.34 個百分點。板塊中漲幅前兩名為三元股份、伊利股份，漲幅分別為 17.70%、16.68%，跌幅前三名為皇氏集團、燕塘乳業、貝因美，跌幅分別為 42.37%、18.60%、13.60%。

投資建議。未來一年原奶價格仍將低位徘徊利好行業毛利率持續回升，產品結構升級對毛利率的拉動作用仍將持續，行業盈利空間有望得到釋放。原奶價格大幅波動導致部分企業退出，市場集中度持續提升，伊利蒙牛雙寡頭格局得以鞏固，有利於後期行業銷售費用率的降低。我們預計行業毛利率有望提升 1-2pct，銷售費用率小幅下降 1pct 以內。乳製品行業告別高增長之後，內部分化逐漸凸顯。擁有全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力的龍頭企業未來增長趨勢更為明確，重點推薦伊利股份：1) 公司在行業增長放緩背景下，競爭優勢突出，市占率持續提升，與第二名的收入差距已拉大至百億元以上；2) 公司 15 年銷售費用超 130 億元，歸母淨利潤 46 億元，我們認為未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大確定性強。

風險提示。進口液態奶不斷搶佔國內市場，低價競爭加劇；經濟下滑影響需求，消費低迷。

## 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。